



MARKET INSIGHT

Novembre 2018



RIACQUISTI DI AZIONI: QUANTO SONO IMPORTANTI PER IL SEGUIMENTO DEL RIALZO SUI MERCATI AZIONARI AMERICANI?

Quest'anno i riacquisti di azioni sono balzati agli onori della cronaca negli Stati Uniti, facendo regolarmente notizia; al riguardo, c'è chi li reputa indispensabili per la tenuta della borsa e chi li accusa di inasprire le disuguaglianze sociali. Senza entrare in questo sterile dibattito, è opinione diffusa che, a Wall Street, le società americane riacquistino grandi quantità di azioni proprie contribuendo, in tal modo, al rialzo del mercato. Infatti, quando un'impresa procede a tali riacquisti, riduce il numero di titoli in circolazione aumentando così l'utile per azione, offrendo una remunerazione agli azionisti rimasti e generando, in teoria, un incremento del corso in borsa. Considerando che tre quarti delle società quotate sull'indice S&P 500 dispongono di programmi per il riacquisto di azioni, sembra logico desumere che questo fattore abbia un impatto significativo. Ma come stanno realmente le cose?

Dall'inizio dell'attuale ciclo borsistico, i programmi per il riacquisto di azioni sono stati una tematica ricorrente negli Stati Uniti, portati alla ribalta soprattutto dalla crescita degli utili, dall'aumento della leva finanziaria e, più recentemente, dalla riforma fiscale. Sono ormai diversi anni che la domanda di azioni negli Stati Uniti proviene principalmente dalle stesse imprese, attraverso i programmi per il riacquisto di azioni, rilegando in secondo piano quella degli ETF. Secondo a JP Morgan¹, dal 2008 i riacquisti di azioni effettuati negli Stati Uniti hanno raggiunto, nel complesso, i 4.500 miliardi di dollari, ossia il 30% dell'aumento della capitalizzazione borsistica in tale periodo. Un dato che da solo è sufficiente per dimostrare l'entità di tali programmi. Secondo le nostre stime, negli scorsi dodici mesi i riacquisti di azioni si sono attestati a 640 miliardi di dollari, in crescita del 30%

rispetto all'anno precedente². Nel 2018 l'incremento rispetto al 2017 potrebbe superare il 40%, consentendo ai riacquisti di varcare la soglia degli 800 miliardi di dollari. Inoltre, Goldman Sachs prevede per il 2019 una loro ulteriore progressione di oltre il 20% su livelli prossimi a mille miliardi di dollari³, un record storico. Si tratta di cifre esorbitanti e tanto più significative se si considera che, questo e il prossimo anno, ai riacquisti di azioni dovrebbe essere destinata, per la prima volta dal 2007, la quota più consistente delle liquidità (scalzando dalla vetta le spese per gli investimenti). E con un coefficiente liquidità/attivi al 12%, vicino a massimi storici, le imprese americane dispongono ampiamente dei mezzi per portare a termine ambiziosi programmi per il riacquisto di azioni.

La riforma fiscale americana approvata dall'amministrazione Trump nel dicembre 2017 è considerata da molti una delle più importanti nella storia degli Stati Uniti, poiché ha nello specifico ridotto l'imposta sulle società dal 35% al 21% e permesso alle multinazionali di rimpatriare, a un'aliquota privilegiata, le liquidità detenute all'estero (stimate a oltre 2.500 miliardi di dollari). Dopo tre trimestri, la metà degli importi effettivamente rientrati in patria sembrerebbe essere stata utilizzata per incrementare o lanciare programmi finalizzati al riacquisto di azioni. Questo spiegherebbe la loro straordinaria ascesa nel 2018 e 2019. Altri dati suffragano questa ipotesi: la quota di riacquisti finanziati dal debito è infatti passata da più del 30% nel 2017 a meno del 15% nel 2018.

Tuttavia, non condividiamo questo interesse viscerale per i riacquisti di azioni. Per primo, negli scorsi dodici mesi circa il 45% degli importi riacquistati è riconducibile a 20 imprese, con in testa il trio composto

da Apple, Oracle e JP Morgan. Una tale concentrazione non può dunque beneficiare alla totalità del mercato. In secondo luogo, per quanto il livello dei riacquisti abbia raggiunto un massimo storico, non bisogna dimenticare che anche il mercato è su tali livelli e che, appena prima della correzione di ottobre, la capitalizzazione borsistica dell'indice S&P 500 aveva oltrepassato i 25.000 miliardi di dollari, un traguardo fino ad allora mai raggiunto. Il valore delle azioni riacquistate negli scorsi dodici mesi, per quanto possa sembrare esorbitante, rappresenta soltanto il 2,7% dell'attuale capitalizzazione borsistica dell'indice S&P 500, sensibilmente inferiore ai picchi osservati nel 2007 e 2013, quando si collocava sopra il 5%. Infine, una strategia che privilegia i titoli con un elevato rendimento di riacquisto (importo riacquistato su 12 mesi mobili/capitalizzazione borsistica, buyback yield) implica notevoli rischi. Per finanziare gli ambiziosi programmi finalizzati al riacquisto di azioni, queste società si sono spesso servite dei ridotti tassi post-crisi e, pertanto, sono oggi maggiormente indebitate rispetto alla media, come dimostra il coefficiente di indebitamento (debito netto/EBITDA) dell'indice S&P 500 Buyback⁴. Nell'attuale contesto segnato da tassi in aumento, tali società iniziano a essere penalizzate dagli investitori.

Se fosse vero che i riacquisti di azioni sostengono in modo significativo il rialzo delle borse, in tal caso le azioni con un elevato rendimento di riacquisto dovrebbero sovraperformare il mercato. I nostri test indicano che una strategia incentrata sulla selezione dei 100 titoli con il maggiore rendimento di riacquisto appartenenti all'indice S&P 500⁵ ha ampiamente premiato da marzo 2009, mese di inizio del ciclo rialzista. Tale strategia in versione equiponderata ha generato una sovraperformance

annuale dell'11%, valore che scende al 4% se si considera la sua versione ponderata in base alla capitalizzazione borsistica. Tuttavia, lo scostamento di performance (tracking error) di tali portafogli rispetto all'indice S&P 500 è significativo⁶ e la performance relativa è imputabile in larga misura alle deviazioni settoriali⁷. Per valutare meglio la pertinenza dei riacquisti di azioni in quanto fattore di rischio, occorre dividere l'universo in quintili in base al rendimento di riacquisto e neutralizzare i settori. Servendoci di questo approccio, siamo giunti alla conclusione che i riacquisti di azioni non offrono un reale valore aggiunto. Infatti, nelle 4 versioni esaminate⁸, solo una presentava un profilo di sovraperformance convincente. Ne consegue che, per sovraperformare il mercato, alle imprese non basta più attuare vasti programmi finalizzati al riacquisto di azioni.

I riacquisti di azioni sono un fattore tecnico, certamente positivo, ma che al momento contribuisce soltanto in maniera limitata al rialzo delle azioni. Per quanto il loro valore nel 2018 e 2019 sembri destinato a raggiungere massimi storici facendo la fortuna dei media, tali riacquisti riguardano prevalentemente poche imprese di grandissime dimensioni e permangono modesti se raffrontati all'intero mercato azionario americano. Per quanto concerne il valore aggiunto offerto da una strategia di selezione azionaria incentrata sui riacquisti di azioni, con ogni probabilità è generato in maggiore misura dall'esposizione settoriale che dal valore intrinseco di questo fattore di rischio. Infine, riteniamo che il proseguimento del rialzo sul mercato dipenda innanzi tutto dalla crescita di vendite e utili e, pertanto, dalla solidità del ciclo economico in un momento segnato da margini già molto elevati.

¹ Fonte: JP Morgan, US Equity Strategy, 18 ottobre 2018

² Fonti: Reyl & Cie, Bloomberg

³ Fonte: Goldman Sachs, Portfolio Strategy Research, 4 ottobre 2018

⁴ 100 titoli dell'indice S&P 500 con il rendimento di riacquisto più alto, ritardato di un trimestre, ribilanciato con cadenza trimestrale ed equiponderato

⁵ 100 titoli dell'indice S&P 500 con il rendimento di riacquisto più alto, ribilanciato con cadenza mensile ed equiponderato

⁶ 2,9% per il portafoglio ponderato in base alla capitalizzazione borsistica e 4,2% per quello equiponderato

⁷ Al 26.10.2018 le 5 maggiori deviazioni settoriali sono state osservate tra i beni di consumo discrezionali (+9,5%), i finanziari (+9,2%), gli industriali (+6,2%), i servizi alle telecomunicazioni (-6,8%) e la tecnologia (-5,7%)

⁸ Ribilanciamento mensile e semestrale, equiponderato e ponderato in base alla capitalizzazione borsistica



MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

« Il valore delle azioni riacquistate negli scorsi dodici mesi, per quanto possa sembrare esorbitante, rappresenta soltanto il 2,7% dell'attuale capitalizzazione borsistica dell'indice S&P 500 »

INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto viene fornito da REYL & Cie Holding SA o/e una delle sue entità (qui di seguito "REYL") solo a titolo indicativo, è destinato solo ad un uso interno e non potrà in nessun caso costituire un'offerta, una consulenza o una raccomandazione di acquistare o vendere un valore mobiliare o di effettuare qualsiasi transazione, né peraltro una consulenza di altro tipo, in particolare all'attenzione di un destinatario che non sia un investitore qualificato, accreditato, eleggibile e/o professionale. Esso è destinato ad un uso esclusivo da parte del suo destinatario e non potrà, per qualsivoglia altra ragione, essere trasferito, stampato, scaricato, utilizzato o riprodotto. REYL dedica la massima attenzione alla preparazione ed all'aggiornamento delle informazioni di tale contenuto, ottenute da fonti autorevoli, senza tuttavia garantirne la pertinenza, l'esattezza, l'eshaustività. Pertanto REYL, nonché i suoi amministratori, direttori, dipendenti, operatori ed azionisti, non assumono alcuna responsabilità per le perdite ed i danni di qualsivoglia natura derivanti dall'uso delle informazioni di tale contenuto. Esso è previsto esclusivamente per un destinatario che comprenda ed assuma tutti i rischi impliciti ed espliciti che ne derivano. Tutte le decisioni prese dal destinatario in materia di investimenti dipendono dalla sua sola responsabilità e si basano esclusivamente sulla sua valutazione indipendente (e da quella dei suoi consulenti professionisti) della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi di investimento, dei rischi specifici, dei criteri di eleggibilità, delle conseguenze giuridiche, fiscali, contabili, nonché sulla sua interpretazione delle informazioni. REYL non si assume nessuna responsabilità per quanto riguarda l'adeguatezza o meno delle informazioni, delle opinioni, dei valori mobiliari, dei prodotti citati in questo contenuto. Le performance passate di un valore mobiliare non garantiscono le sue performance future. Il presente contenuto è stato preparato da un dipartimento di REYL che non costituisce un'unità organizzativa responsabile dell'analisi finanziaria. REYL è soggetta a esigenze normative e prudenziali distinte ed alcuni valori mobiliari e prodotti di investimento non possono essere offerti in tutte le giurisdizioni o a qualsiasi tipo di destinatario. Il destinatario deve dunque conformarsi alle normative locali. Non vi è alcuna intenzione da parte di REYL di offrire valori mobiliari o prodotti di investimento in paesi o giurisdizioni ove tale offerta fosse illegale in virtù del diritto interno applicabile.