Perché le società di alta qualità sovraperformano? Un premio per il rischio o un premio per il comportamento?

Pubblicato il 23 maggio 2024

Pierre Debru
Head of Research, Europe

Principali insegnamenti

- Le aziende di alta qualità sono meno rischiose di quelle di bassa qualità.
- La sovraperformance delle aziende di alta qualità nel tempo, come dimostrato dagli accademici, non è il risultato di un rischio nascosto, ma di una valutazione errata da parte di investitori e analisti.
- Tali risultati accademici dimostrano che la qualità, come strategia d'investimento, può offrire una sovraperformance “vischiosa” e a lungo termine (perché frutto di cause comportamentali impossibili da arbitrare), garantendo al contempo un atteggiamento difensivo.
- Prodotti correlati WisdomTree Global Quality Dividend Growth UCITS ETF - USD Acc, WisdomTree US Quality Dividend Growth UCITS ETF - USD Acc, WisdomTree Eurozone Quality Dividend Growth UCITS ETF - EUR Acc, WisdomTree UK Quality Dividend Growth UCITS ETF, WisdomTree US Quality Growth UCITS ETF - USD Acc, WisdomTree Global Quality Growth UCITS ETF - USD Acc Scopri di più

Noi di WisdomTree crediamo fermamente che le società di alta qualità, definite come società ad alta redditività, svolgano un ruolo molto importante nei portafogli degli investitori. Il successo di due delle nostre strategie azionarie di punta, Quality Dividend Growth, che costruisce portafogli incentrati su società di alta qualità e in grado di far crescere i propri dividendi, e Quality Growth, che costruisce portafogli growth basati su società di alta qualità, testimonia tale convinzione.

Robert Novy-Marx[1] è famoso per aver descritto l'anomalia dell'alta redditività o del fattore quality (ovvero il fatto che le aziende ad alta redditività hanno costantemente sovraperformato il mercato nel tempo), ma non è l'unico. Gli esperti includono spesso criteri di qualità nel loro processo di investimento, indipendentemente dal rispettivo stile. Warren Buffett, ad esempio, è famoso per la sua attenzione alla qualità, pari almeno a quella posta sul valore, quando seleziona le aziende in cui investire. Esiste inoltre un numero crescente di documenti accademici che confermano quanto la redditività sia un fattore predittivo dei rendimenti futuri: Fama e French 2006[2]; Ball et al. 2015, 2016[3].

Nonostante questo, i meriti del fattore quality rimangono avvolti da una certa aura di mistero. Il dibattito tra gli accademici per stabilire se i rischi nascosti siano la fonte del premio offerto dalla qualità o se

questo debba essere ricondotto al comportamento e a una valutazione errata degli investitori è acceso. Sebbene sembri apparentemente accademico, tale dibattito ha grandi ripercussioni per gli investitori, come WisdomTree, che vogliono sfruttare il premio legato alla qualità:

- un fattore guidato dal rischio crea una sovraperformance attraverso l'assunzione di un rischio aggiuntivo, quindi tende a essere leggermente meno interessante dal punto di vista dell'allocazione del portafoglio. Inoltre, è tecnicamente più facile che venga sottoposto ad arbitraggio e, quindi, più probabile che scompaia.
- Un fattore guidato dal comportamento offre un rendimento supplementare senza rischi aggiuntivi, il che è ovviamente più interessante per gli investitori. Inoltre, è più " vischioso" in quanto i comportamenti di gruppo sono difficili da modificare e arbitrare.

Più recentemente, Ahmed, Anwer S. e Neel, Michael e Safdar, Irfan[4] hanno proposto un'analisi molto dettagliata della fonte di tale premio di redditività, giungendo a due conclusioni molto importanti:

- in primo luogo, dimostrano che il comportamento del fattore quality è più coerente con un errore di valutazione che con il rischio;
- in secondo luogo, dimostrano che la qualità è correlata negativamente alla probabilità di rendimenti futuri estremamente negativi, ma positivamente alla probabilità di rendimenti fortemente positivi, rendendo quello nella qualità un investimento unico con caratteristiche idonee a qualsiasi contesto.

Diamo un'occhiata a queste scoperte in modo più dettagliato. Nel loro articolo, gli autori testano cinque importanti ipotesi che portano ai risultati sopra descritti:

Ipotesi 1 (smentita): la redditività è positivamente associata al rischio di ribasso ex-ante

Questa prima serie di analisi dimostra che le aziende più redditizie hanno meno probabilità di subire futuri crolli delle proprie azioni. Di conseguenza, è probabile che il premio di redditività non sia una forma di ricompensa per gli investitori che si assumono il rischio di ribasso quando possiedono aziende ad alta redditività. Tuttavia, questo avvalora le conclusioni di WisdomTree secondo cui le aziende di alta qualità tendono a offrire un profilo difensivo nei periodi di crisi o di alta incertezza.

Ipotesi due (smentita): la redditività è ugualmente e positivamente associata a salti e crolli dei prezzi

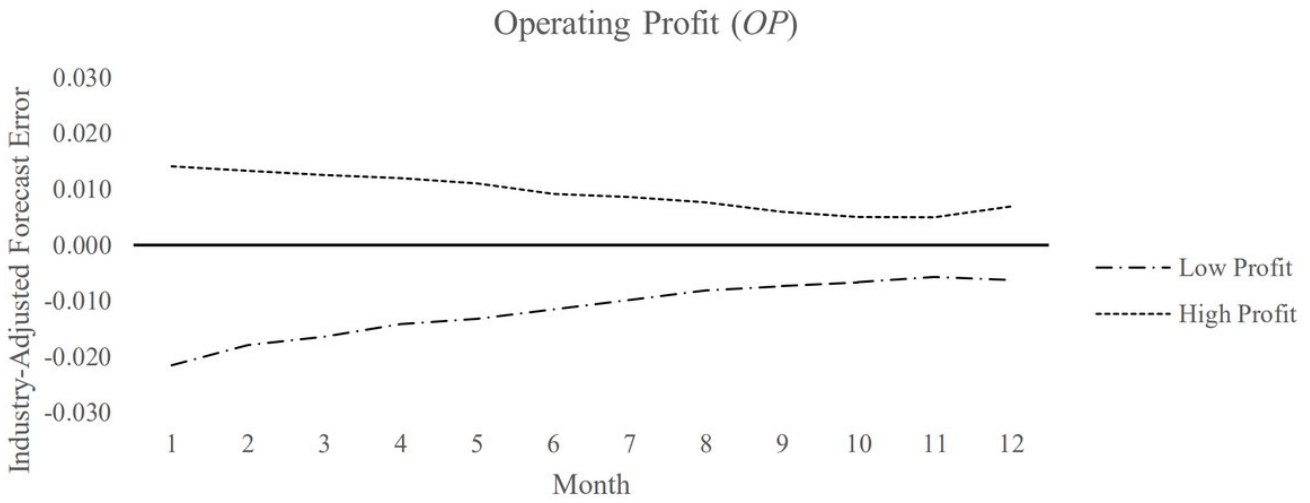
Le analisi degli autori smentiscono anche questa ipotesi, dimostrando invece che la redditività è correlata negativamente alla probabilità di rendimenti futuri estremamente negativi, ma positivamente alla probabilità di rendimenti fortemente positivi. Dimostrano che le aziende ad alta redditività sovraperformano quelle a bassa redditività nei giorni in cui i rendimenti di mercato sono estremamente negativi e in quelli in cui i rendimenti giornalieri sono ampiamente positivi. Guardando al rischio su base ex-post, l'alta qualità si dimostra ancora una volta difensiva.

Ipotesi tre (confermata): la deviazione anomala delle previsioni riviste va nella stessa direzione della redditività passata e Ipotesi quattro (confermata): il premio di redditività si concentra (i) nelle

aziende ad alto profitto con una successiva deviazione delle previsioni verso l'alto e (ii) nelle aziende a basso profitto con una deviazione verso il basso

Le analisi mostrano che subito dopo l'annuncio degli utili, gli analisti tendono a essere pessimisti rispetto alle aziende ad alto profitto e ottimisti nei confronti di quelle a basso profitto. A partire da un'ampiezza dell'1,5% e dell'1,2% del prezzo delle azioni, questo effetto tende ad attenuarsi nei 12 mesi successivi, portando alla sovraperformance dei titoli di alta qualità e alla sottoperformance di quelli di bassa qualità.

Figura 1: Errori di previsione corretti per il settore per le imprese a bassa e ad alta redditività operativa



Fonte: Ahmed, Anwer S. e Neel, Michael e Safdar, Irfan. Questa figura mostra gli errori di previsione annuali aggiustati per settore per le aziende a basso e ad alto profitto nei 12 mesi successivi all'annuncio degli utili dell'anno precedente. Identifichiamo le aziende con profitti bassi e alti come quelle che si trovano rispettivamente nel decile inferiore e superiore della redditività operativa annuale. Definiamo l'errore di previsione mensile come gli EPS effettivi al netto degli EPS (mediani) previsti dal consenso dell'IBES per quel mese divisi per il prezzo alla fine del primo mese della serie (ossia il mese n. 1). Aggiustiamo ogni errore di previsione mensile sottraendo l'errore medio per le aziende abbinate al settore SIC a due cifre. Questo approccio produce una misura dell'ottimismo o del pessimismo delle previsioni relative alle aziende rispetto a quelle dei loro pari nel settore. Per essere incluse nel campione, per le aziende devono essere disponibili previsioni nel primo mese della serie (ossia il mese n. 1). Riportiamo le medie della serie temporale delle medie trasversali mensili (1-12) per ciascun portafoglio della redditività operativa.

Ipotesi cinque (confermata): la redditività è associata positivamente alla successiva domanda istituzionale di azioni

In queste analisi finali, gli autori dimostrano che gli investitori istituzionali, come gli analisti, non reagiscono adeguatamente a informazioni positive sulla redditività. Recuperano quindi nei mesi successivi, portando a un miglioramento dei prezzi delle aziende.

Conclusione

Nel loro articolo, gli autori hanno confermato la convinzione di WisdomTree sugli investimenti nella qualità:

1. le aziende di qualità offrono una sovraperformance stabile e a lungo termine;

2. le aziende di qualità hanno un comportamento adatto a qualsiasi contesto: sono difensive in periodi di crisi, ma riescono a cogliere i rialzi.

Fonti

[1] Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross operating profitability premium. Journal of Financial Economics, 108(1), 1-28.
[2] Fama, E. F., e French, K. R. (2006). Operating profitability, investment, and average returns. Journal of Financial Economics, 82(3), 491-518.
[3] Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., e Nikolaev, V. V. (2015). Deflating operating profitability. Journal of Financial Economics, 117(2), 225-248. Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., e Nikolaev, V. (2016). Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns. Journal of Financial Economics, 121(1), 28-45
[4] Ahmed, Anwer S. e Neel, Michael e Safdar, Irfan, Why Does Operating Profitability Predict Returns? New Evidence on Risk versus Mispricing Explanations (9 settembre 2023).

Important Risks Related to this Article

Informazioni importanti

Comunicazioni di marketing emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE"): Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE: Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta.

Solo per clienti professionali. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a titolo meramente informativo e non costituiscono né un'offerta di vendita né una sollecitazione di un'offerta di acquisto di titoli o azioni. Il presente documento non deve essere utilizzato come base per una qualsiasi decisione d'investimento. Gli investimenti possono aumentare o diminuire di valore e si può perdere una parte o la totalità dell'importo investito. Le performance passate non sono necessariamente indicative di performance future. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente.

L'applicazione di regolamenti e leggi fiscali può spesso portare a una serie di interpretazioni diverse. Eventuali punti di vista o opinioni espresse in questa comunicazione rappresentano le opinioni di WisdomTree e non devono essere interpretate come consulenza normativa, fiscale o legale. WisdomTree non fornisce alcuna garanzia o dichiarazione circa l'accuratezza di qualsiasi punto di vista o opinione espressa in questa comunicazione. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe essere basata sulle informazioni contenute nel prospetto appropriato e dopo aver richiesto una consulenza finanziaria, fiscale e legale indipendente.

Il presente documento non è, e in nessun caso deve essere interpretato come, una pubblicità o qualsiasi altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni o titoli negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli Stati Uniti. Né il presente documento né alcuna copia dello stesso devono essere acquisiti, trasmessi o distribuiti (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti.

Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti,

accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.