



TRE ASSET PER INVESTIRE CON I TASSI BASSI: AZIONI, AZIONI E AZIONI

di Luca Paolazzi*

I tassi di interesse resteranno bassi a lungo. Perché c'è molto più risparmio che investimenti. E perché le politiche monetarie rimarranno ultra espansive per aumentare l'inflazione.

Solo un piano di grandi investimenti pubblici potrebbe far alzare i tassi. In questo scenario, contante, depositi

e obbligazioni hanno rendimenti reali negativi. Invece, le azioni danno ritorni superiori, anche di molto; a fronte di più volatilità nel portafoglio titoli. Ecco un test per valutare la propria tolleranza alle sue fluttuazioni. Inflazione, crescita economica e rischio politico vanno tenuti d'occhio.

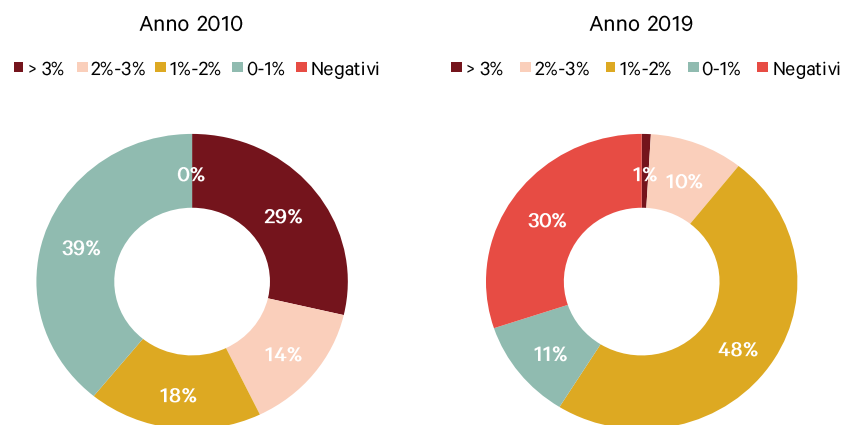
NEPPURE NELLA BIBBIA

«Non gli presterai il denaro a interesse, né gli darai il vitto a usura», Ma nemmeno la Bibbia arriva a prescrivere al creditore di pagare un interesse al debitore affinché prenda i suoi soldi.

Eppure questo è il significato dei tassi di interesse nominali negativi che prevalgono nell'area euro, in Giappone, Svizzera, Danimarca e Ungheria. La Svezia si appena tirata fuori dal club, azzerando il tasso ufficiale (vediamo per quanto). A un certo punto del 2019 quasi 18 mila miliardi di dollari in titoli obbligazionari offrivano (sic!) un rendimento polare (nel senso di Polo Nord).

Un bond pubblico su tre a tassi negativi

Titoli pubblici: composizione % sulla base del rendimento



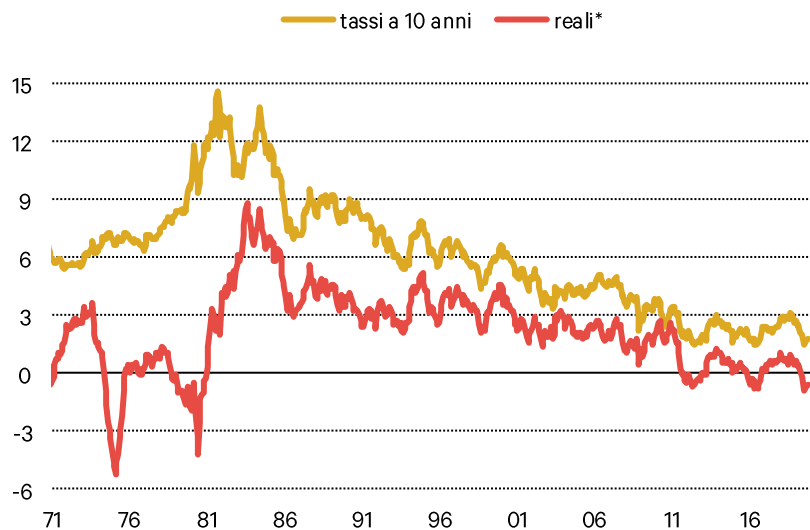
Fonte: elaborazioni su dati FMI

Si ritiene che gli Stati Uniti siano distanti solo una recessione dal dover abbassare sotto zero il proprio costo (si fa per dire) del denaro. Mai nella storia millenaria della moneta il saggio dell'interesse è stato così infimo.

Il tasso nominale, si intende. Il tasso di interesse reale è stato anche molto più basso dei livelli attuali. Per esempio, negli Stati Uniti sui titoli di stato decennali sfiorò il -6% negli anni Settanta del Novecento. In generale, durante e dopo le guerre, le fiammate inflazionistiche erano forme di tassazione patrimoniale per bruciare il debito pubblico accumulato. L'unicità della fase attuale sta nell'aver tassi nominali e reali risibili in assenza di inflazione.

Tassi Usa: nominali ai minimi reali no

Treasury decennali; deflatore: prezzi al consumo



Fonte: elaborazioni su dati FED e US BLS

DURERÀ? NON DURERÀ?...

Durerà? Per rispondere occorre indagare sulle cause dei bassi tassi. La prima causa che viene in mente è la politica monetaria ultra accomodante perseguita dalle principali banche centrali che hanno inondato i mercati di liquidità e abbassato così il costo del denaro. Dunque, una questione di domanda e offerta: troppa offerta di moneta rispetto alla domanda.

...DURERÀ!

Ma è vero? L'esperienza dell'ultimo anno sembrerebbe dire di no. Infatti, fino all'ultimo trimestre 2018 gli stessi banchieri centrali erano (e sono tuttora) molto a disagio nel far pagare nulla o meno di nulla il denaro e ritenevano che ciò fosse un'anomalia contro natura. Un rimedio estremo o il minore dei mali, ma che sarebbe comunque dovuto durare poco o solo lo stretto necessario.

Così, erano intenzionati e intenti a normalizzare la politica monetaria il prima possibile. O almeno a ridurre il dosaggio della cura. Ma sono bastati pochi rialzi dei Fed funds, fino al 2,25-2,50% (per avere un riferimento: nel dicembre 2006 erano stati portati al

5,25%), con l'attesa che sarebbero saliti ancora di un quarto/mezzo punto percentuale, e l'imminente fine degli acquisti di titoli da parte della BCE, con la prospettiva che si preparasse anch'essa ad alzare i tassi, per far crollare i mercati azionari: -20% lo S&P500 tra fine settembre e fine dicembre 2018, -15% l'EuroSTOXX e -18% l'MSCI mondiale in dollari.

Fu la reazione di mercati non del tutto razionali e comunque gonfiati proprio dall'eccessiva liquidità? Non esattamente; della mini-stretta operata dalla Fed c'è evidenza di conseguenze anche sull'economia reale: l'aumento dei tassi di interesse in USA aveva mandato in recessione gli investimenti americani nell'edilizia residenziale già alla fine del 2017 (quando i Fed funds erano saliti solo all'1,25-1,50%).

Di fronte alla negativa risposta del sistema economico e finanziario, i banchieri centrali hanno fatto precipitosamente dietro front e sono tornati ad allentare le redini monetarie. Di più: dalla riunione del Fondo monetario internazionale dell'ottobre 2019 sono tornati a casa rassegnati, ma convinti, che i tassi resteranno *lower for longer*, più bassi per un tempo più lungo. In altre parole, le banche centrali sarebbero (di certo si considerano) più vittime che carnefici.

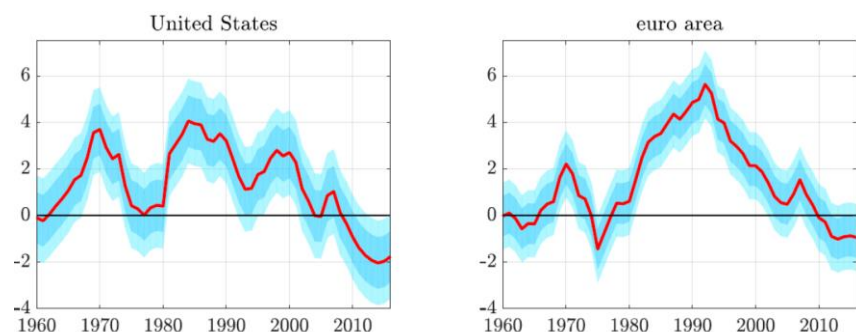
CHI HA UCCISO IL TASSO DI INTERESSE?

Vittime di cosa? Chi è l'"assassino" del tasso di interesse? Per rintracciarlo bisogna partire dall'andamento del tasso di interesse naturale. Ossia il tasso che garantisce di avere insieme la piena occupazione e l'inflazione costante (nell'originaria versione elaborata nel 1898 dall'economista svedese Knut Wicksell, a cui quasi tutti gli studiosi oggi si ispirano, era il livello dei prezzi, non la variazione, a essere costante).

TRE CAUSE DI MORTE...

Il tasso naturale di interesse non è osservabile direttamente, ma si presume di poterlo stimare. Le stime variano a seconda del paese preso a riferimento. Ma per tutti dicono la stessa cosa: il tasso naturale nominale è molto diminuito dagli anni Ottanta in poi. Questa diminuzione può essere scomposta in tre elementi: la riduzione dell'inflazione, l'abbassamento del premio per il rischio di inflazione e il calo del tasso di interesse reale.

La caduta del tasso naturale reale



Fonte: Fiorentini G., Galesi A., Perez-Quiros G., Sentana E., The Rise and Fall of the Natural Interest Rate, ESCB Cluster on Monetary Economics

Sui primi due elementi la ragione è intuibile: minor inflazione uguale minor tasso di interesse necessario a compensare la

perdita di potere di acquisto (per l'analisi delle cause della bassa inflazione si rimanda alla Ceresio Investors Newsletter di giugno 2019); minor premio per il rischio inflazione uguale minore necessità di assicurarsi contro la possibilità che l'inflazione salga inaspettatamente. Entrambi sono riconducibili all'azione e alla credibilità delle banche centrali.

Il calo del tasso di interesse naturale reale di lungo termine, invece, dipende dall'equilibrio tra offerta e domanda di risparmio. Tale calo è stato di 450 punti base nella media dei paesi negli ultimi 30-35 anni. Una tendenza comune a tutte le maggiori monete (dollaro USA, euro, yen, sterlina, franco svizzero) e di entità simile, anche se partendo da e arrivando a valori diversi.

Se il fenomeno è uguale, identica dovrebbe essere l'origine. «Elementare Watson», direbbe Sherlock Holmes. Che infallibilmente scopriva il colpevole. Ma la trama in questo caso, più che a un caso indagato dal grande personaggio creato da Conan Doyle, assomiglia molto di più all'*Assassinio sull'Orient Express*, forse il più famoso dei romanzi gialli di Agatha Christie, nel quale Hercule Poirot smaschera ben dodici assassini.

...E DIECI ASSASSINI

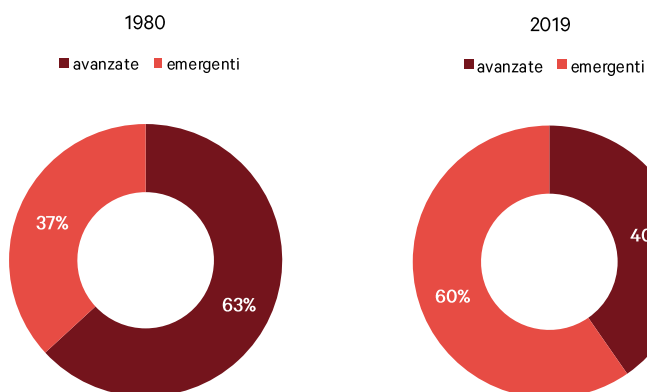
Infatti, il numero dei fattori responsabili dell'abbassamento dei tassi di interesse reali naturali è quasi altrettanto elevato quanto gli omicidi scoperti da Poirot.

Li additiamo:

- 1) la diminuzione della crescita della produttività, che flette il rendimento atteso degli investimenti;
- 2) l'invecchiamento della popolazione: si vive più a lungo e quindi si risparmia di più per la vecchiaia;
- 3) lo spostamento del baricentro dell'economia mondiale verso i paesi emergenti, dove è più alta la propensione al risparmio;

Dalle economie emergenti il 60% del PIL globale

Dati in PPP, quote % del gruppo di paesi



Fonte: elaborazioni su dati FMI

- 4) la riduzione del costo dei beni di investimento, grazie alle

- nuove tecnologie, diminuisce la domanda di capitali;
- 5) la crisi finanziaria ha aumentato l'avversione al rischio e accresciuto la preferenza per la liquidità, tanto che durante e dopo la crisi il tasso naturale ha accelerato la caduta;
 - 6) l'innalzamento della montagna del debito a livello globale, che rende più sensibile l'economia alle variazioni dei tassi di interesse;

Si innalza la montagna del debito mondiale

Dati in % del PIL, debiti privati e pubblici escluso il settore finanziario



Fonte: elaborazioni su dati BRI

- 7) la maggiore selettività delle banche nel concedere credito, che esclude una parte delle richieste di prestiti;
- 8) l'incertezza sulle prospettive di crescita della domanda di beni, che abbatte la voglia di investire delle imprese;
- 9) i tagli agli investimenti pubblici per risanare i conti statali e...
- 10) ...la politica monetaria.

Insomma, sono dieci gli assassini del tasso di interesse naturale reale. Tra i primi nove, sono stati tre quelli che hanno inferto i colpi mortali. Secondo uno studio degli economisti della Banca d'Inghilterra, l'invecchiamento della popolazione, il rallentamento della produttività e i risparmi sugli investimenti pubblici spiegano 400 dei 450 punti base di diminuzione del tasso di interesse naturale reale nei passati trent'anni.

IL VELO DELLA MONETA

E la politica monetaria? Non avevamo detto che le banche centrali sono vittime? In realtà, come insegna John M. Keynes, il tasso di interesse è un fenomeno monetario, mentre i modelli che lo calcolano in base all'equilibrio tra domanda e offerta di risparmio considerano la moneta come un velo (un'idea partorita dal filosofo inglese David Hume nel 1758 e poi diventata dominante), la cui esistenza è ininfluente per i risultati economici reali. Il che è del tutto irrealistico.

La moneta come velo è una di quelle ipotesi di astrazione che hanno fatto nascere molte barzellette sugli economisti. La più

nota racconta di un fisico, un chimico e un economista naufraghi su un'isola deserta, dove da mangiare c'è solo tonno in scatola. Il chimico e il fisico cercano di applicare il loro sapere scientifico per aprire le lattine, mentre l'economista dice: «Supponiamo di avere un apriscatole».

LE BANCHE CENTRALI FISSANO IL TASSO DI INTERESSE A BREVE

L'interesse, come prezzo della moneta, varia nel corso del tempo in funzione della domanda e dell'offerta di questa, che è considerato dai risparmiatori un asset finanziario come gli altri. Le banche centrali sono la fonte primaria dell'offerta, che poi si moltiplica attraverso il sistema creditizio e finanziario.

La domanda di moneta, invece, muta in base alla preferenza per la liquidità degli operatori. Cosicché, a data offerta di moneta, si possono avere molti tassi di interesse di equilibrio, a seconda della domanda.

In realtà, nella teoria e nella prassi moderne del *central banking* le banche centrali fissano il tasso di interesse, per cui è l'offerta di moneta a mutare in funzione della domanda. Dunque, se oggi c'è tanta liquidità in giro è perché il sistema economico la richiede.

UNA CURA CON EFFETTI DUREVOLI

Fissando il tasso di interesse nominale le banche centrali influenzano le convinzioni e le aspettative degli operatori, i quali si abituanano (un po' pavlovianamente) ai tassi bassi e li danno quindi per scontati. Quindi il tasso nominale basso finisce per contribuire a determinare il livello del tasso di interesse reale naturale.

Come sull'Orient Express, dove anche il controllore aveva sferrato una pugnalata, la politica monetaria ultra espansiva ha contribuito a far precipitare il tasso di interesse naturale reale. Se non fosse stato così sarebbe stata del tutto inefficace e inutile. Tanto varrebbe abolirla (sia detto per assurdo).

Non solo: la politica monetaria, determinando il tasso di interesse, influenza anche le variabili reali. Un recente studio dimostra, prendendo in esame dal 1870 la storia economica di 17 paesi avanzati, che uno shock monetario muta l'accumulazione di capitale e quindi la dinamica della produttività. Una riduzione oltre l'immaginabile dei tassi di interesse, come quella avvenuta negli ultimi anni (più shockante di così!), innalza l'accumulazione di capitale e l'incremento della produttività rispetto a quanto sarebbe avvenuto altrimenti.

Da questo punto di vista la politica monetaria allentata nel lungo periodo aiuta a ripristinare le condizioni per un tasso di interesse reale naturale meno compresso. Quindi, nell'immediato lo abbassa, ma in seconda battuta aiuta ad alzarlo.

Tutto quanto detto finora serve a capire ciò che potrebbe far variare il tasso di interesse e quindi a decidere le migliori strategie di investimento dei risparmiatori.

La domanda, allora, è: cosa potrebbe far salire i tassi di interesse? Ecletticamente si può rispondere che i fondamentali di lungo periodo non potranno che cambiare molto lentamente:

invecchiamento della popolazione e rallentamento della produttività sono destinati a rimanere ancora a lungo con noi.

IL CANARINO NELLA MINIERA

L'aumento degli investimenti pubblici, invece, potrebbe essere il segnale che l'era dei micro tassi di interesse avrà un termine nell'orizzonte di breve-medio periodo. Lo ha sottolineato più volte lo stesso Mario Draghi prima di lasciare la presidenza della BCE. Ma affinché ciò avvenga nell'Eurozona è richiesto un netto cambiamento di impostazione della politica di bilancio che non appare imminente, dati i vincoli anche costituzionali che si sono autoimposti i tedeschi, i quali aborriscono culturalmente il debito. La strategia dello *European Green Deal* annunciato dalla neo insediata Commissione europea va nella giusta direzione, tuttavia non è realizzabile in breve tempo.

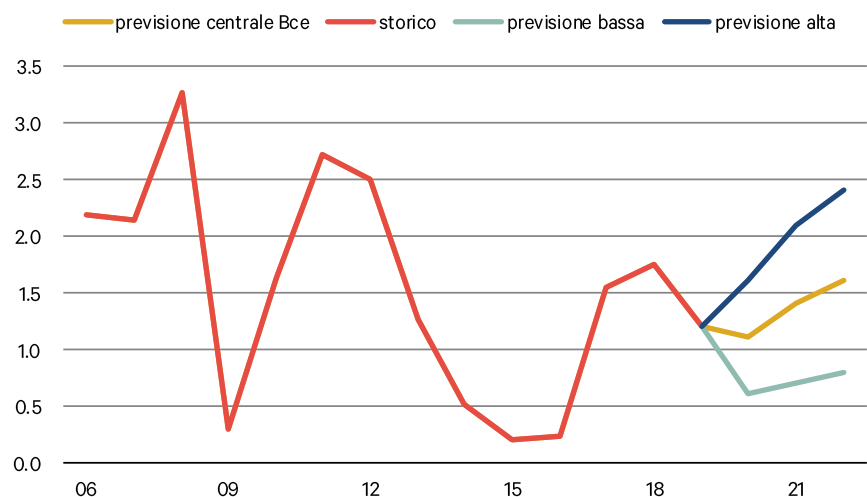
Infine, le banche centrali potrebbero cambiare idea? Se lo facessero dovrebbe essere in direzione di abbassare ulteriormente i tassi. Oggi, infatti, sono convinte di essere schiave del tasso di interesse naturale reale e, quindi, di non poter agire sulle condizioni che lo determinano. Domani potrebbero persuadersi che sono molto più potenti di quanto credano e che possono aiutare l'accumulazione di capitale con effetti di lungo periodo sull'incremento della produttività. Tale persuasione le indurrebbe a ridurre ancora i tassi di interesse.

L'INFLAZIONE TORNERÀ. UN GIORNO. FORSE

D'altra parte, un aumento dell'inflazione e/o una brusca accelerazione dell'economia globale potrebbero far mutare l'orientamento delle politiche monetarie, ma non sono alle viste.

Per la BCE inflazione ancora ridotta

Var. % annue dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo



Fonte: elaborazione su dati EUROSTAT e BCE

Qualche aumento in più dei prezzi al consumo si osserva al di qua e al di là dell'Atlantico. Ma nell'Area euro è ancora molto distante da quella «robusta convergenza delle prospettive di inflazione a un livello sufficientemente vicino» all'obiettivo del 2% nell'orizzonte di previsione, come si legge negli ultimi comunicati del Consiglio della BCE. Le attuali previsioni della BCE sull'inflazione la indicano ancora all'1,7%, nel migliore dei casi, nell'estate 2020, e all'1,5% nel primo trimestre 2022, come

scenario più probabile (ma c'è anche lo scenario in cui resta sotto l'1% fino alla fine del 2022).

Se l'inflazione battesse qualche colpo premonitore di una sua prossima risurrezione, è molto probabile che le banche centrali non reagirebbero subito, ma aspetterebbero, anche nel caso di superamento dell'obiettivo del 2%, così da essere certe che non sia un fuoco di paglia. Già hanno troppe volte giocato d'anticipo nell'ultimo decennio, sbagliando. È probabile, inoltre, che presto esplicitino in anticipo l'intenzione di ritardare gli aumenti dei tassi, varando una nuova *forward guidance*. Naturalmente i mercati potrebbero anticipare gli aumenti facendo salire i rendimenti obbligazionari.

E l'accelerazione della crescita globale? Nel 2020 l'economia mondiale migliorerà un po', come già si è osservato in Cina. Tuttavia, nel complesso registrerà ancora una crescita moderata, principalmente a causa delle difficoltà dell'Eurozona.

Naturalmente queste sono le migliori previsioni basate sulle informazioni disponibili. Se la realtà cambiasse, anche le previsioni verrebbero modificate. Perciò occorre monitorare attentamente il quadro economico e non dare nulla per scontato. Ma le decisioni vanno prese sulla base di quanto si sa qui e ora.

DOVE ANDRANNO I TASSI? PIÙ GIÙ

I tassi potrebbero scendere ancora. Questa è, per esempio, l'opinione di Joachim Fels, *Global economic advisor* di PIMCO, la società finanziaria nata nel 1971 per gestire 12 milioni di dollari di una compagnia di assicurazione e che a fine settembre 2019 aveva affidati 1,9 migliaia di miliardi di dollari.

«Più si protrae la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, più diventa probabile che passeremo da un mondo di tassi reali di equilibrio "bassi" a un mondo di tassi "ultra-bassi"», scrive Fels. Il passaggio avverrà bruscamente, non come una lenta glaciazione.

La guerra commerciale si aggiunge ai fattori strutturali che hanno ridotto il tasso di equilibrio, o naturale. Fattori che anche secondo Fels hanno causato un eccesso di risparmio; e aggiunge che il mondo di bassi tassi finirà quando i deficit pubblici assorbiranno il *saving glut*. Ci vorranno anni prima che ciò accada.

Senza altro caleranno i tassi praticati ai risparmiatori. Infatti, la permanenza di tassi così bassi costringe le banche a decidere di trasferire i tassi negativi sui depositanti, a cominciare dalle imprese, e a inasprire le condizioni di tenuta dei conti correnti.

Tassi negativi sui depositi già sono applicati in Svizzera, Danimarca, Svezia e, in piccola, parte in Germania. Con il radicamento dell'abitudine ai tassi bassi verranno via via superate le barriere legali o giudiziarie, là dove esistono, a portarli in terreno negativo.

Anche dal lato dell'attivo del bilancio bancario i tassi diventeranno negativi: in Danimarca si stanno diffondendo mutui ipotecari in cui il capitale dovuto si riduce con il passare del tempo e non soltanto per il pagamento delle rate (composte

della sola quota capitale).

Il mondo alla rovescia funziona se è tutto alla rovescia.

Quali sono le conseguenze dei tassi bassi per le attività di investimento?

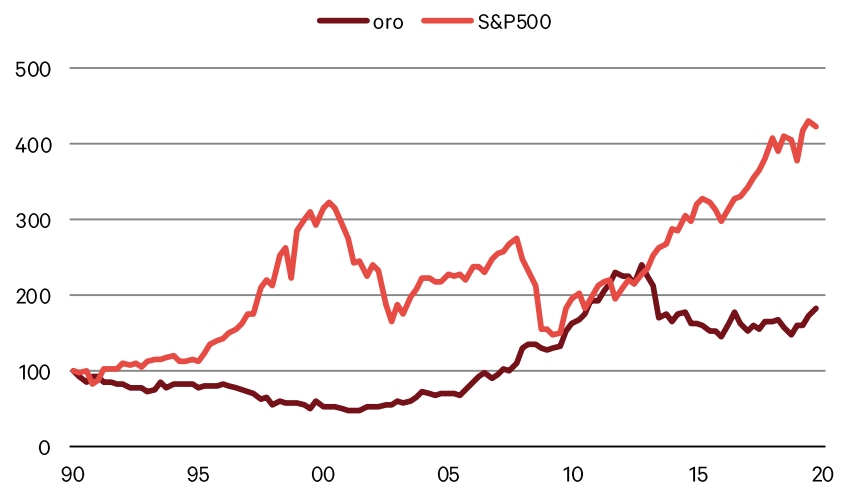
BOND E CONTANTI SICURI PERDENTI

Il contante e i depositi bancari perdono valore perché l'inflazione (anche se bassa) erode il potere d'acquisto e i tassi reali a breve sono negativi in tutti i paesi avanzati. E anche quasi tutte le obbligazioni pubbliche e, spesso, anche quelle emesse da grandi imprese con elevato merito di credito, forniscono rendimenti reali sottozero. A maggior ragione perdono valore là dove gli stessi tassi nominali sono negativi.

Il contesto di deflazione nel quale viviamo (si rimanda di nuovo alla Newsletter di giugno) fa sì che anche i beni rifugio classici, cioè oro e immobili, hanno prezzi tendenzialmente calanti. Per esempio, il prezzo nominale dell'oro in dollari è attualmente del 22% sotto i massimi storici del settembre 2011, mentre le azioni sono da allora salite del 101% (indice MSCI globale in dollari). Parafrasando un grande poeta-cantautore: dall'oro non nasce niente, mentre dalle azioni nascono investimenti, reddito, occupazione, profitti, dividendi.

Wall Street - Oro: 4-2

Indice di Borsa e quotazione all'oncia in dollari deflazionati con i prezzi al consumo USA; dati annuali 1° trim. 1990=100



Fonte: elaborazioni su dati NY Stock Exchange e London Metal Exchange

Gli immobili meritano un'analisi a parte e ci torneremo in una prossima Newsletter. Qui basti dire che il loro mercato è soggetto a molte variabili, internazionali non meno che locali.

Per fare investimenti che portino un ritorno non restano che le azioni. TINA: *There Is No Alternative*.

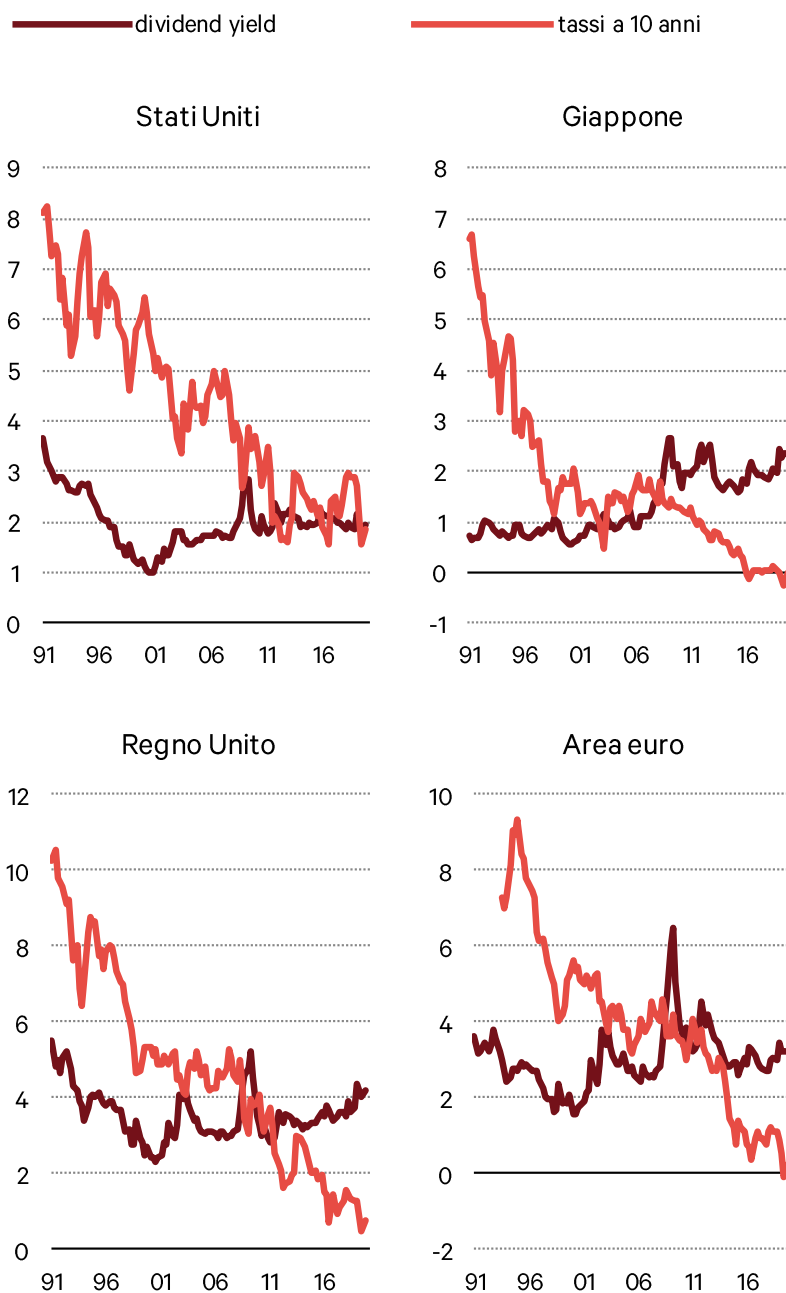
STOCKS FOR THE LONG RUN, AND FOR THE SHORT ONE

In altre parole, le azioni sono il miglior investimento non solo per il lungo periodo: *Stocks for the Long Run* è il noto e fortunato libro in cui Jeremy Siegel dimostra il loro superiore ritorno rispetto alle obbligazioni. Oggi e per un bel po' sono il miglior investimento anche nel breve e nel medio periodo. Lo dice il semplice

confronto tra il rendimento sui titoli di stato e quello sulle azioni, quest'ultimo rappresentato dal *dividend yield*, ossia dal rapporto tra gli utili distribuiti e il prezzo delle azioni.

Un aspetto molto interessante che emerge da questo confronto è che il rendimento obbligazionario dei titoli pubblici decennali è andato costantemente calando ovunque (solo negli USA si è stabilizzato dopo la crisi attorno al 2%), mentre il *dividend yield* è rimasto costante (USA) o è addirittura cresciuto (Giappone, Eurozona, UK). Questo vuol dire che gli utili distribuiti sono saliti quanto o più dei prezzi delle azioni.

I dividendi battono le cedole



Fonte: elaborazioni su dati S&P, FED, JEG, BoJ, LSE, BoE, DB, ECB

Negli USA il *dividend yield* è più o meno analogo nel livello al tasso sui Treasury, mentre in Giappone è di circa 3 punti percentuali più alto del rendimento dei JGB, nell'Euroarea di quasi 4 sopra quello dei Bund e in UK di circa 5 maggiore al ritorno dei Gilt (scontando i prezzi azionari di Londra l'incertezza sulle conseguenze della Brexit).

Ovviamente il *dividend yield* è solo una delle due componenti del risultato dell'investimento azionario. L'altro, prevalente nel breve periodo, è quello della variazione del prezzo dei titoli. Componente che c'è anche nell'investimento obbligazionario.

SULL'OTTOVOLANTE DELLA VOLATILITÀ

In un mondo di tassi bassi e di multipli coerentemente alti, bisogna mettere in conto fasi di grandissima volatilità delle quotazioni azionarie, perfino quando non avviene alcun cambiamento dei fondamentali. Siamo in acque inesplorate. Lo sono anche per i mercati azionari.

Multipli così elevati possono dare le vertigini e provocare improvvise corse alle vendite, perché gli investitori diventano nervosi. Seguono ravvedimenti e ripensamenti, come accaduto nel 2019, quando le borse hanno superato i massimi storici toccati nel 2018, più che recuperando le perdite dell'anno prima. Chi avesse venduto allora sull'onda emotiva provocata dalla discesa delle quotazioni oggi non potrebbe che rammaricarsi.

Occorre fare l'abitudine alle fasi di elevata volatilità delle Borse e anche accettare i riflessi di questa volatilità nel proprio portafoglio, perché per avere maggiore rendimento è necessario detenere una quota più elevata di titoli azionari.

Antonio Foglia, mitico agente di cambio e presidente della Borsa di Milano dopo la guerra, usava chiamare la volatilità «nervosismo delle Borse».

Riguardo alle quotazioni azionarie l'investitore deve prendere in considerazione tre tipi di valutazione: 1) quali possono essere le aspettative di rendimento dovute alle variazioni del prezzo; 2) se i prezzi delle azioni siano cari o meno; 3) come l'investitore è in grado di reagire alle fluttuazioni delle quotazioni borsistiche.

PER IL 2020? NÉ SOGNI NÉ DESIDERI

Le aspettative di rendimento per il 2020 dopo un anno molto positivo come il 2019 (+24% in Europa), quasi da sogno, vanno tenute basse.

Sono comunque positive: se i prezzi salissero quanto gli utili attesi, nel 2020 ci si può attendere un incremento dell'8,9% in Europa e del 9,3% in USA. Inoltre, proprio perché la convenzione e la convinzione degli operatori del mercato sono improntati al TINA, al fatto che l'investimento in azioni è l'unico *game in town*, le azioni saliranno.

Al TINA si aggiunge un altro atteggiamento dei gestori del risparmio: il FOMO, *Fear Of Missing Out*, paura di essere tagliati fuori. Ossia il timore degli investitori di rimanere fuori dal gioco e quindi di non riuscire a dare un ritorno interessante ai propri clienti.

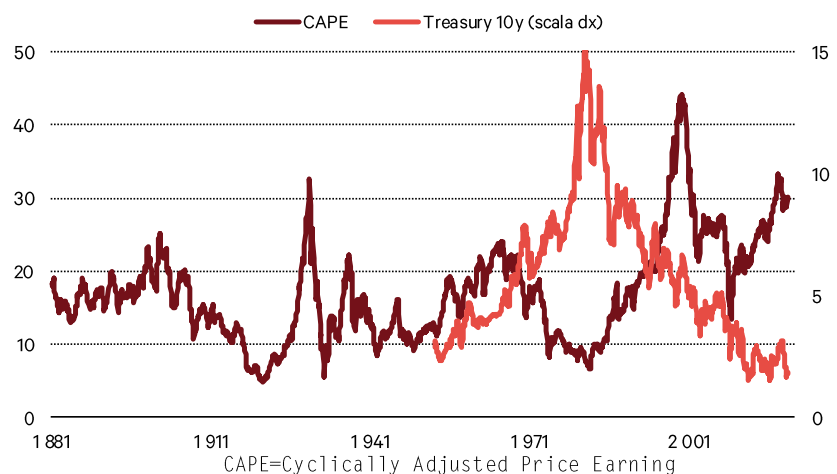
OK! IL PREZZO È GIUSTO

Sono sopravvalutate le azioni? Dipende dal parametro che si utilizza. Certamente le quotazioni sono ricche se guardiamo al normale criterio del rapporto tra prezzi e utili (P/E). La sua versione più raffinata, elaborata dal premio Nobel Robert Shiller, tiene conto del fatto che gli utili fluttuano con il ciclo economico e quindi vanno corretti per la posizione dell'economia lungo il ciclo (CAPE: *Cyclically Adjusted Price Earning*).

Il CAPE per lo S&P500, il principale indice di Wall Street, era a fine novembre a 30, contro una media storica dal 1871 di 17. Un periodo che comprende, però, due guerre mondiali, una depressione e una Grande recessione (2008-2009) che abbassano notevolmente la media. Oltre a un decennio di grande difficoltà borsistica come gli anni Settanta del Novecento.

Tassi bassi, alti multipli

S&P500 CAPE e rendimento %: dati mensili



Fonte: elaborazioni su dati Robert Shiller e FED Board

Una media al netto di questi momenti di estrema gravità, non solo economico-finanziaria, è difficile da calcolare perché implica una grande arbitrarietà sui punti di inizio e di fine di quei momenti e sull'includere o meno i loro effetti prolungati.

D'altra parte, tassi bassi come gli attuali comportano che il valore presente degli utili futuri si elevi molto. Diventa perfino superiore alla somma di tali utili quando il tasso con cui li si sconta è negativo. In altre parole, la valutazione dell'elevatezza dei multipli deve tener conto dei bassi tassi.

Infine, secondo un'analisi condotta da due ricercatori della Banca d'Italia (Sara Cecchetti e Marco Taboga) i prezzi delle azioni sono nella parte bassa della banda di oscillazione del *fair value* in USA e, ancora di più, nell'Eurozona e in Giappone. La conclusione è che le azioni sono prezzate correttamente.

CALMA E GESSO

Come reagisce l'investitore ai bruschi vuoti d'aria che fanno precipitare le quotazioni, come accaduto nel quarto trimestre 2018? La reazione è naturalmente soggettiva. Ciascuno di noi ha avversione al rischio e ansie proprie.

Giuseppe «Peppo» Pontiggia, famoso scrittore italiano, diceva che «giocare in borsa» (così lo chiamava) gli procurava un disturbo agli occhi: vedeva farfalle. Quando smise di giocare in borsa il disturbo visivo passò.

Al di là della soggettività, occorre tener conto di alcune distorsioni comportamentali che sono comuni a tutti e che ci portano, se non se ne è consapevoli, a vendere ai minimi e comprare ai massimi. La ricetta migliore per perdere soldi.

Questi comportamenti sono stati analizzati con veri e propri esperimenti dagli studiosi di finanza comportamentale, tra cui i premi Nobel Richard Thaler (ora consulente di PIMCO) e Daniel Kahneman.

Due sono le principali distorsioni. La prima è che avversiamo le perdite più di quanto apprezziamo i guadagni. Una sorta di istinto di conservazione. Il dispiacere di perdere una somma è maggiore del piacere di vincere la stessa somma.

La seconda è l'autocompiacimento che porta a credere di essere capaci di battere sistematicamente il mercato. Una distorsione di cui sono affetti gli stessi investitori professionali, che finiscono per reagire eccessivamente alle varie notizie che ogni giorno escono. In altre parole, i movimenti quotidiani delle quotazioni non sono una buona indicazione della validità degli investimenti fatti.

I GATTI NON SONO TUTTI BIGI

Ci sono altre tre accortezze o principi guida, che sono sempre stati validi ma che nel contesto di oggi acquistano una luce diversa. Primo principio, il fatto che le azioni siano il più promettente investimento non vuol dire che tutte le azioni daranno le stesse soddisfazioni. La qualità delle imprese i cui titoli si acquistano rimane un elemento cruciale per ottenere una buona performance dal proprio portafoglio.

A maggior ragione se si considera che la globalizzazione e le nuove tecnologie hanno aumentato la polarizzazione dei risultati aziendali, con alcune società che, per come sono collocate lungo le catene del valore e sulla frontiera tecnologica, avranno una crescita costantemente molto elevata e altre che, se va bene, rimarranno indietro o, se va male, usciranno dal mercato. In altre parole, non è vero che nel buio dell'incertezza tutti i gatti siano bigi.

In altre parole, occorre fare un buon *stock-picking*, che è cosa diversa dalla semplice scelta di comprare quote di un fondo azionario o un indice di borsa. Lo *stock-picking* è un servizio che chi gestisce professionalmente patrimoni fa normalmente. Così come svolge un altro servizio: il *fund manager-picking*, andando alla ricerca, selezionando e monitorando i migliori talenti nel management della ricchezza finanziaria.

Secondo principio, puntare sulla realizzazione di un solo scenario, perché il più probabile, è una forma di pericoloso eccesso di fiducia. La principale novità metodologica introdotta da Thaler alla PIMCO è disegnare più scenari per sapere cosa possa andare storto ed essere preventivamente pronti a cambiare

strategia di investimento o adottare opportune coperture.

Terzo principio, il fai da te non paga. Se anche grandi e famosi professionisti della gestione del risparmio in questi anni hanno avuto performance disastrose è perché il mutamento nel contesto richiede una maggiore umiltà di approccio. La complessità è aumentata assieme al numero di paesi, mercati e imprese che partecipano allo sviluppo. Per gestire questa complessità e coglierne le opportunità occorre tener presente molte più informazioni da acquisire con una pluralità di fonti e da elaborare con un insieme di metodologie.

Tutto questo richiede un bagaglio di esperienza, capacità di elaborazione, costante monitoraggio e ampia visione che è troppo sofisticato per il singolo risparmiatore.

PREVENIRE LA LEGGE DI MURPHY

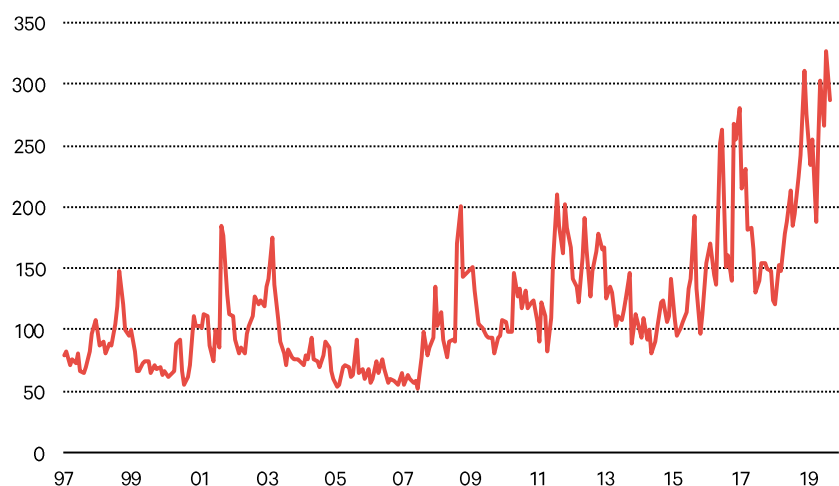
Per non cadere subito anche noi nell'autocompiacimento e nell'errore di sottovalutazione delle forze in campo è bene chiedersi cosa potrebbe andare storto rispetto alle ipotesi dello scenario di bassi tassi a lungo e di azioni come attività finanziaria da preferire.

Tre sono le variabili da tenere d'occhio.

- A) L'inflazione: se dovesse sorprendere verso l'alto i tassi salirebbero (con il caveat illustrato sopra). Probabilità che accada: bassa.
- B) Il rischio politico¹: il populismo tende a proporre ricette che penalizzano lo sviluppo delle imprese, con barriere al commercio o maggiore tassazione degli utili (vedere i programmi dei Laburisti inglesi e dei candidati democratici alla Presidenza USA). Un aumento del rischio politico farebbe male alle borse. Probabilità che si concretizzi: bassa perché è già molto alto.

Incertezza politica al top

Indicatore di incertezza della politica economica



Fonte: elaborazione su dati policyuncertainty.com

Il rischio politico²: un calo del rischio politico darebbe una

grande spinta alle azioni. Probabilità che si verifichi: discreta, proprio perché già alto, perché la vittoria tory alle elezioni inglesi chiarisce che la Brexit si farà (anche se non si sa in quali termini) e perché, per vincere le presidenziali USA, Trump deve mettere la sordina alla guerra commerciale.

- C) La crescita1: un'accelerazione oltre le attese dell'economia globale potrebbe pure portare, in seconda battuta, a maggiori tassi di interesse, ma nell'immediato darebbe una spinta forte agli utili. Probabilità che succeda: limitata.

La crescita2: un'ulteriore frenata dell'economia globale potrebbe far girare in modo violento i mercati e, per questa via, precipitare una recessione. Probabilità di avverarsi: bassa, perché ci sarebbe un'ulteriore dose di espansione monetaria a sostenere le azioni.

UNA GRANITICA CERTEZZA

È sicuro, invece, che il maggior risparmio previdenziale, insieme al risparmio crescente che viene dall'aumento della ricchezza nei paesi emergenti, continuerà ad alimentare la domanda globale di attività finanziarie e, quindi, per le ragioni fin qui esposte, soprattutto di azioni.

«Prego Signori, fate il vostro gioco».

QUIZ DI FINANZA COGNITIVA E COMPORTAMENTALE

Giocando si impara. E si conosce meglio se stessi. Ecco allora un semplice test in sei parti per capire la propria attitudine ad assumersi rischi.

A) È più rischioso:

- 1) viaggiare in auto per 1000 km
- 2) viaggiare in aereo per 1000 km

B) È meglio vincere:

- 1) 5000 € con probabilità 70%
- 2) 3000 € con probabilità 100%

C) È meglio perdere:

- 1) 5000 € con probabilità 70%
- 2) 3000 € con probabilità 100%

D) Ricevuti in dono 2000 € è preferibile:

- 1) scommettere e vincere 2000 € con probabilità 50%
- 2) ricevere in dono altri 1000 €

E) Ricevuti in dono 2000 € è preferibile:

- 1) scommettere e perdere 1000 € con probabilità 50%
- 2) subire una perdita certa di 500 €

F) Avete comperato molti anni fa due bottiglie di ottimo vino per 5 € e di recente ne avete venduta una a 100 €, ma non spendereste mai 100 € per acquistare una bottiglia di vino. Cosa scegliereste di fare con la bottiglia rimanente?

- 1) Venderla a 100 €
- 2) Berla

Le soluzioni nella prossima Newsletter.

Avvertenze Importanti

Il presente documento è stato preparato da REF Ricerche S.r.L. per Ceresio Investors, per tale intendendosi Banca del Ceresio e le sue controllate; è reso disponibile a mero fine informativo sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio e da Ceresio SIM S.p.A. Esso non costituisce in nessun caso ricerca in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento; non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. Il contenuto del documento riflette unicamente l'opinione dell'autore alla data della sua predisposizione. Ceresio Investors non ha verificato in via indipendente i dati contenuti nel documento e non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nello stesso contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione e declina ogni responsabilità per errori od omissioni. I dati in esso eventualmente riportati riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Ceresio Investors non potrà essere ritenuto responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. Il presente documento non può essere, nemmeno parzialmente, riprodotto, trasmesso o usato a qualsiasi scopo senza il preventivo consenso scritto di Ceresio Investors.

Qualora desideri ricevere via e-mail le prossime Newsletter Le chiediamo gentilmente di inviare una richiesta agli indirizzi di posta elettronica di seguito elencati:

CONTATTI

Banca del Ceresio SA

Via Pretorio 13
6901 Lugano – Svizzera
Tel.: +41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Via Tamburini 13 - 20123 Milano (MI)
Tel.: +39 02 3037 7351
info.sim@ceresioinvestors.com