



---

## TASSI DI INTERESSE IN DISCESA: DA QUANDO E DI QUANTO? IL NUOVO SCENARIO GLOBALE

di Luca Paolazzi\*

---

La pandemia ha accelerato i cambiamenti già in atto che tengono su inflazione e tassi reali. E le Banche centrali non molleranno subito i freni, anche in presenza di una recessione

morbida. Le quotazioni azionarie sono ricche soprattutto perché scontano il dimezzamento dei tassi a lunga dai livelli attuali. Ma il contesto rende poco probabile questa eventualità.

---

### INVESTITORI COME FOGLIE

In questo autunno 2023 gli investitori stanno come le foglie sugli alberi. Tremolanti sotto l'infuriare della grande incertezza ai rami delle variegate performance e appesi per un appiglio più sottile e fragile del piccolo rinsecchito dai primi freddi.

### FASE DIFFICILE ANCHE PER I MIGLIORI

Va detto che sulla barca dell'incertezza e della percezione di elevati rischi all'orizzonte siamo tutti in buona compagnia. Infatti, il quadro nel complesso è considerato da Stanley Druckenmiller, tra i manager di fondi più brillanti del passato mezzo secolo, come il più difficile mai sperimentato nella sua carriera. E Jamie Dimon, CEO di JPMorgan, la più grande banca americana, a metà ottobre ha affermato che lo scenario «potrebbe rivelarsi il più pericoloso degli ultimi decenni», con le guerre e le tensioni geopolitiche che si riverberano sul costo di energia e beni alimentari e sul commercio mondiale, concludendo che bisognerebbe prepararsi ad affrontare tassi di interesse più alti e un'inflazione che rimane elevata.

### GLI SCOSSONI DEI TASSI

Già, i tassi di interesse. Nel passato biennio i loro movimenti hanno dato potenti scossoni ai ritorni dei risparmi investiti. Con effetti difficili da contenere per l'imprevedibilità di quegli stessi movimenti, in sé e soprattutto in rapporto alle attese degli stessi investitori.

### L'ILLUSORIA SPERANZA

Infatti, da quando è iniziato nel marzo del 2022, il rialzo del costo del denaro è stato costantemente accompagnato da una grande speranza degli operatori finanziari: che fosse contenuto nell'entità e nella durata temporale. A seconda che la speranza trovasse conforto o smentita nei dati economici e nelle parole, opere e omissioni dei banchieri centrali, i mercati salivano baldanzosi o cadevano rovinosamente.

La speranza era fondata sulla convinzione che l'aumento dell'inflazione, partito nella primavera del 2021, fosse dovuto a ragioni occasionali – strozzature delle catene di fornitura globali, impatto della guerra in Ucraina e delle sanzioni alla Russia, rimbalzo della domanda post lockdown - e sarebbe rientrato da sé, come

l'acqua del fiume nell'alveo passata l'onda di piena. Quella convinzione era stata anche delle Banche centrali fino alla fine del 2021, quando dati economici e informazioni pandemiche avevano mutato il quadro, costringendole a tirare il freno monetario.

La speranza, invece, è rimasta una fiaccola sempre accesa. Ad alimentarla sono state le critiche di tardiva ed errata azione mossa da molti analisti, economisti e operatori alle stesse Banche centrali e il graduale raffreddamento della temperatura dei prezzi e della domanda. In realtà, a giudicare dalla tenuta dei sistemi economici al rialzo del costo del denaro, senza la stretta monetaria l'inflazione si sarebbe avvitata nella classica spirale prezzi-salari.

La reazione repentina e forte delle Borse dopo le ultime decisioni e comunicazioni di Fed, BCE e Bank of England nei primi giorni di novembre è l'esempio più recente di queste oscillazioni e della forza di tale speranza. Gli indici azionari e obbligazionari hanno messo a segno un grande rialzo di fronte all'atteggiamento meno aggressivo dei banchieri centrali riguardo a futuri ulteriori aumenti del costo del denaro e ai dati di rallentamento economico e abbassamento di temperatura dei prezzi al consumo. Una reazione giustificata o il classico riflesso pavloviano che ha il sopravvento?

## **COSA ACCADRÀ**

Le condizioni fondamentali stanno, in effetti, mutando e, sebbene l'orizzonte rimanga affollato da incognite, ancora una volta tutto ruota attorno all'andamento dei tassi di interesse e quindi è fondamentale chiedersi: come si muoveranno nei prossimi mesi?

Cominciamo a dare un breve sguardo all'indietro. Non come alibi per non porsi questa domanda cruciale o per non rispondere. Al contrario, può aiutare a leggere meglio le condizioni presenti e formulare qualche scenario per i prossimi due-tre trimestri.

## **SE L'INFLAZIONE NON PASSA DA SOLA...**

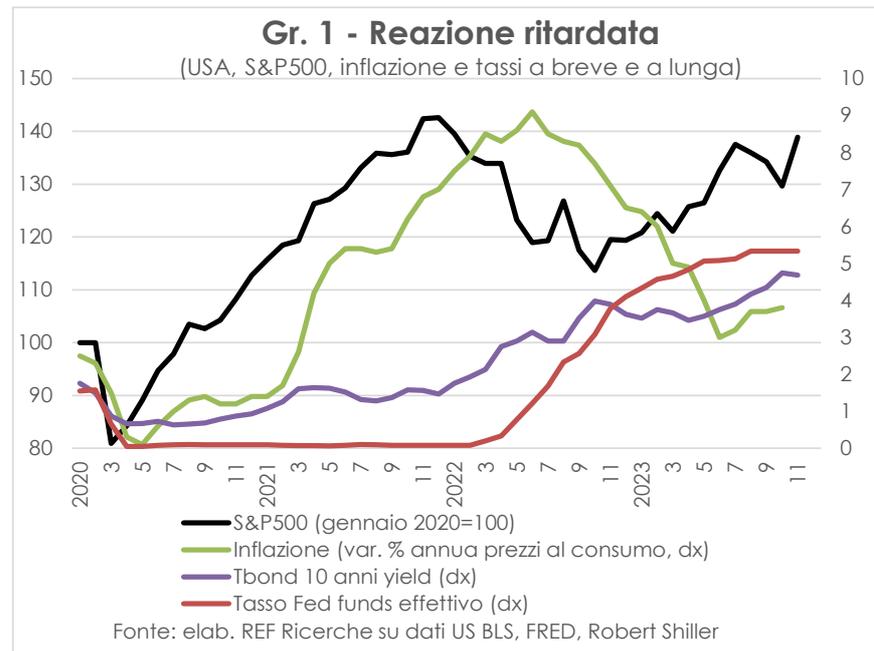
Possiamo suddividere gli ultimi due anni e mezzo in tre fasi distinte. La prima è racchiusa tra l'insorgere dell'inflazione, nel primo semestre del 2021, e la presa d'atto da parte dei banchieri centrali, nel tardo autunno di quello stesso anno, che non fosse un fenomeno temporaneo e che non si sarebbe esaurito da sé, come una sfebbrata di un giorno, ma che andava contrastato con l'aumento dei tassi di interesse (Grafico 1).

I mercati azionari hanno simmetricamente reagito dapprima continuando a salire, perché l'inflazione ingrassava gli utili aziendali, e poi realizzando che le quotazioni raggiunte erano diventate incoerenti con il nuovo contesto di più alto costo del denaro e di rischio di brusco arresto dell'economia, rischio aggravato dallo shock energetico per la guerra in Ucraina.

## **...I MERCATI CORREGGONO...**

La fase successiva è stata quella della correzione, la quale è risultata lunga e tortuosa come una strada di montagna, perché molti investitori rimanevano convinti che comunque l'inflazione sarebbe rientrata rapidamente da sé e che i banchieri centrali si sarebbero ricreduti. Tanto radicata e diffusa era questa convinzione da scommettere, nel corso dei primi sette mesi del 2022, in tagli del costo del denaro già dall'estate del 2023, sulla base di previsioni di recessione. Così, per far cambiare idea ai mercati su una rapida inversione di rotta monetaria, nell'agosto di un anno fa il Presidente della FED, Jerome Powell, dovette parlare

in modo chiaro e diretto all'annuale convegno di Jackson Hole: i tassi sarebbero rimasti alti, e perfino più alti, a lungo.



### ...E POI LE BORSE RIMBALZANO...

La terza fase è stata caratterizzata dal rimbalzo delle Borse partito a metà ottobre del 2022 e terminato a fine luglio scorso. Spinto da almeno tre motori: l'aumento degli utili delle imprese, che hanno scaricato i maggiori costi sui prezzi; la resilienza dell'economia – e specie della spesa delle famiglie – al doppio shock, energetico e finanziario (aumento del costo del denaro); la fine del lockdown cinese; l'accelerazione degli sviluppi dell'intelligenza artificiale, nuova frontiera della digitalizzazione.

### ...SPINTE DA DUE CONVINZIONI

In quei mesi gli investitori sono stati mossi da due convinzioni: i tassi a lungo termine avevano raggiunto i massimi e potevano solo scendere; comunque, i loro più alti livelli erano lo specchio di un'economia in salute, e non l'amara medicina per purgare l'eccesso di domanda.

Questo riassunto dei fatti riguarda direttamente e in prima battuta gli Stati Uniti, ma con poche modifiche può essere riportato all'Europa in generale e all'Eurozona in particolare. La storia asiatica è diversa e ruota intorno alla Cina ([Newsletter XXII](#)).

Così arriviamo al qui e ora. Con i mercati che, durante la scorsa estate hanno dovuto digerire un ulteriore rapido aumento dei tassi di interesse di mercato, ma che sono stati pronti a scattare al rialzo appena hanno percepito che i banchieri centrali potrebbero non aumentare ulteriormente il costo del denaro. Ecco che torniamo alla domanda delle domande: cosa accadrà ai tassi e alle azioni da qui all'estate prossima?

### LA RISPOSTA SI FA IN TRE

Per chiarezza di esposizione e profondità di comprensione, la questione va scomposta in tre parti fondamentali:

- qual è il centro gravitazionale dei tassi di interesse, il loro livello "normale" a cui tornano dopo aver oscillato,

- come reagiscono le Banche centrali all'evoluzione del quadro economico,
- e come si presenta oggi tale quadro, in quali direzioni è più probabile che evolva e con quali ricadute per l'altra variabile chiave per le scelte di investimento: gli utili delle società quotate.

Infine, tirando le fila, sarà ineludibile comprendere se e quanto le quotazioni azionarie attuali siano appetibili o tossiche per i portafogli. Cominciamo dal centro gravitazionale dei tassi.

## IL CENTRO GRAVITAZIONALE DEI TASSI DI INTERESSE

Attorno alla determinazione del giusto livello dei tassi di interesse si arrovellano e accapigliano gli economisti, e prima di loro da tempo immemore i teologi. E mentre la questione della legittimità morale e religiosa dell'interesse è stata positivamente risolta alcuni secoli fa, quella sul valore economicamente appropriato del «tasso di interesse reale naturale» fluttua ancora per aria e ogni tanto ritorna a terra riproponendosi. L'attuale momento è di rinnovata attenzione al tema.

## COSA DETERMINA IL TASSO «NATURALE»

«Naturale» è l'appellativo usato dagli economisti, che amano scimmiettare le scienze esatte, o considerate tali fino alla prossima rivoluzione del sapere umano. Di naturale, però, non ha assolutamente nulla, perché non è costante nel tempo, bensì varia in funzione di alcune variabili che influenzano domanda e offerta di credito. Tra queste, le più importanti sono la demografia, la crescita della produttività (e le sue principali determinanti) e il premio per il rischio (che è massimo quando domina la paura e *cash is king* perché gli investitori preferiscono rimanere liquidi). Variabili su cui molto incide la psicologia dei singoli e delle masse.

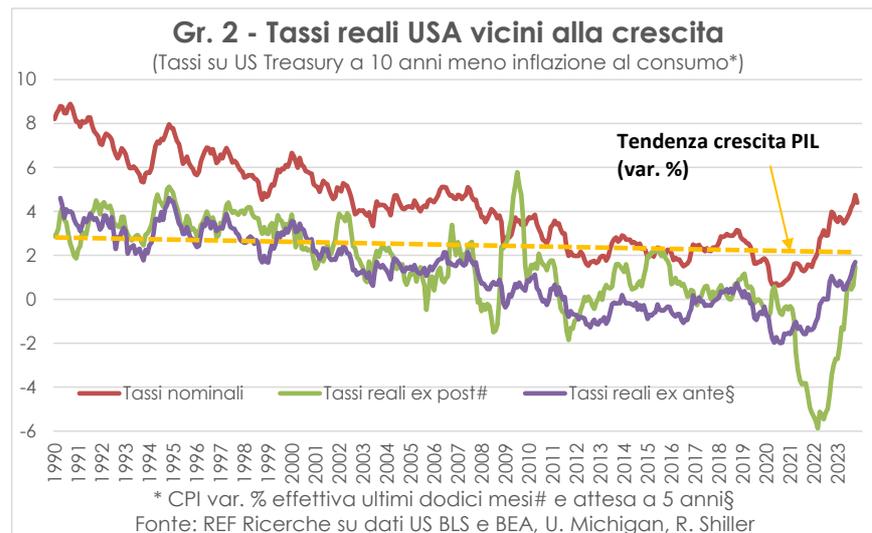
## NÉ TROPPO ALTO NÉ TROPPO BASSO

Sarebbe più corretto chiamarlo tasso di interesse neutrale, perché è il livello che discrimina tra politica monetaria espansiva e politica monetaria restrittiva, a seconda che il tasso di interesse effettivo stia sotto o sopra tale livello. In corrispondenza del quale l'economia marcia al potenziale e l'inflazione si mantiene vicina all'obiettivo coerente con la stabilità dei prezzi (ossia il famoso 2% fissato dalle Banche centrali).

## L'INOSSERVABILE DOPPIO

Qui l'intreccio si infittisce, perché per stimare una variabile non osservata, qual è il tasso neutrale, si deve fare ricorso a un'altra variabile non osservata, l'output potenziale dell'economia. E non solo della singola economia di cui si vuole individuare il tasso naturale o neutrale, ma anche delle principali altre, per le fisiologiche e reciproche influenze internazionali, in un mondo produttivamente, commercialmente e finanziariamente integrato.

Di fatto, ciò che guida le variazioni del tasso di interesse neutrale è la velocità di crescita dell'economia, per la relazione tra quest'ultima e la remunerazione del capitale, relazione dimostrata dalla teoria ma sempre difficile da verificare empiricamente. A chi avesse la curiosità, il tempo e la pazienza di approfondire la questione consigliamo la lettura del Capitolo 2 del World Economic Outlook del Fondo monetario internazionale, edizione aprile 2023.



Non c'è dubbio che la crescita economica sia diminuita negli ultimi trent'anni e, di conseguenza, anche il tasso di interesse reale neutrale, come è molto evidente nel caso USA (Grafico 2).

Tuttavia, dai dati statunitensi emergono tre elementi interessanti. Il primo è che attualmente i tassi nominali a lungo termine sono tornati ai livelli precedenti la Grande crisi finanziaria del 2008-09, ossia prima che fosse varata la politica monetaria ultra espansiva per contrastare i rischi di deflazione e depressione. Il secondo elemento è che i tassi reali, calcolati usando sia l'inflazione passata sia quella attesa, sono pure tornati ai livelli pre Grande crisi, anche in relazione alla crescita tendenziale che da allora è diminuita.

Infine, terzo elemento, è che i tassi reali dai primi anni 90 del secolo scorso sono calati di oltre due punti percentuali, mentre la crescita è scesa di nemmeno un punto. Questo porta a concludere che la relazione tra tassi reali e crescita esiste sì, ma non è stretta e che il tasso reale può scostarsi dal tasso di crescita, in entrambe le direzioni, per un ammontare variabile e un tempo anche lungo.

## DUE POSIZIONI FORTI

Se la relazione tra tasso di crescita e tasso di interesse reale, da un lato, e quella tra tasso nominale e tasso reale, dall'altro, sono così poco stringenti da permettere ampie e durature fluttuazioni attorno alle variabili guida, nella valutazione di dove andranno i tassi di interesse effettivi nei prossimi sei-nove mesi trovano spazio molti elementi di giudizio soggettivo. Che sono condensabili in due posizioni forti sul livello attuale e prospettico del tasso neutrale.

La prima posizione è quella espressa dallo stesso FMI, per il quale il tasso reale naturale è attualmente lo stesso che si è formato prima della pandemia. Questo vuol dire che i tassi effettivi reali, fatti salire per contrastare l'inflazione, torneranno ai valori pre-pandemici, che sono: 0,5-1% negli USA, leggermente positivi in Germania e UK e leggermente negativi in Francia e Giappone. Resta da valutare a che livello siano davvero oggi quei tassi, e torneremo dopo su questo punto importante.

La seconda posizione è stata espressa da Larry Summers, tra gli economisti americani più brillanti e diretti nelle affermazioni, ed è condivisa da molti analisti e investitori: l'aumento dei debiti pubblici

e la transizione ecologica, che aumentano la domanda di finanziamenti, hanno aumentato il tasso di interesse reale neutrale di 1-1,5 punti percentuali, che quindi negli USA si situerebbe tra l'1,5% e il 2,5%. La difficoltà delle finanze pubbliche, in particolare americane, è spesso citata nei report dei gestori come una ragione di preoccupazione e di ostacolo alla riduzione dei tassi a lungo termine, su cui gioca anche lo smaltimento dei titoli di stato in pancia alle Banche centrali (Quantitative Tightening, QT).

### ALTRI TRE ARGOMENTI

Chi ha ragione? Pendiamo verso l'opinione di Summers, aggiungendo almeno altri tre argomenti sostanziali a favore di un più alto tasso di interesse reale rispetto al periodo che ha preceduto la pandemia: lo spostamento di potere contrattuale verso i lavoratori, il ridimensionamento della globalizzazione e la riduzione della propensione al risparmio. Ciascun argomento richiederebbe un esame articolato, che ci porterebbe troppo lontano dal tema affrontato qui. Sintetizziamo.

Per la globalizzazione rinviamo alla [Newsletter XIX](#) dell'agosto 2022, aggiungendo che gli accadimenti dell'ultimo anno hanno ribadito molti aspetti di quell'analisi e che una minore globalizzazione riduce le pressioni concorrenziali e aumenta il premio al rischio inflazione richiesto dagli investitori e incorporato nei tassi reali. Inoltre, le tendenze alla rilocalizzazione delle produzioni (*nearshoring* e *friendshoring*) portano a fare nuovi investimenti in sostituzione degli impianti esistenti nei Paesi in cui si era delocalizzato e che sono diventati troppo lontani e poco affidabili, e quindi tengono più alta la crescita e la domanda di credito.

### IL MONTE SALARI SOSTIENE REDDITI E FIDUCIA

Sul lavoro, la pandemia ha accentuato le tendenze in atto di riassorbimento delle conseguenze della Grande crisi finanziaria e della profonda recessione che ne è seguita. La maggiore pressione salariale, oltre a mantenere più alta l'inflazione rispetto a quanto eravamo abituati (e quindi richiedere tassi più elevati), spinge la crescita attraverso maggiori consumi.

La pandemia ha agito anche sui mutamenti già in corso nel tasso di risparmio. Per smaltire la bolla creditizia dei primi anni Duemila, famiglie e imprese avevano riequilibrato i bilanci e tagliato le spese, così da rientrare dai debiti accumulati; l'esposizione debitoria ora non ha eccessi, mentre la pandemia ha mostrato a tutti che *primum vivere deinde salvare*, ossia risparmiare. La minor propensione al risparmio tiene alti i consumi e quindi la crescita. Tutti e tre i fattori richiedono alle Banche centrali di tenere la guardia ben più alta di quando dovevano combattere la deflazione.

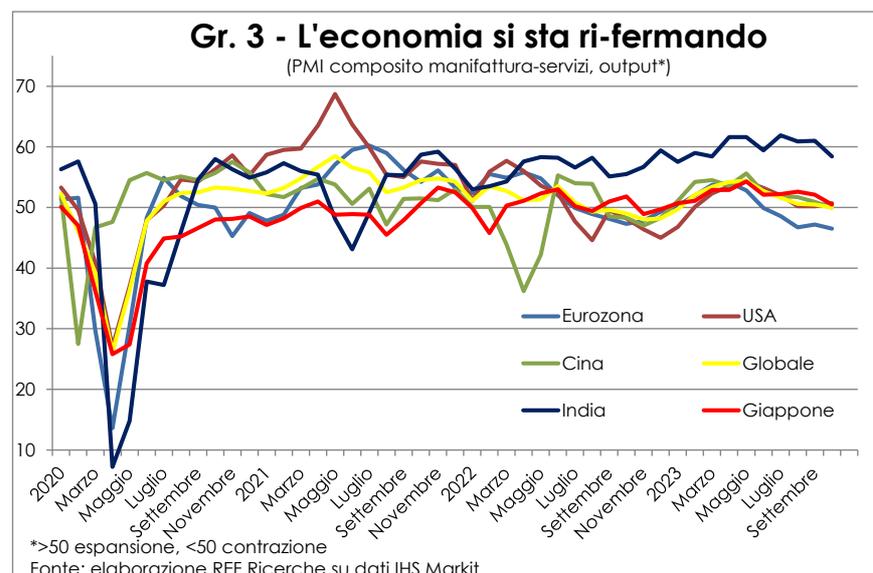
Per riassumere, l'analisi del livello del tasso di interesse reale neutrale dice che i tassi attuali, calcolati sui tassi nominali a lungo termine meno l'inflazione, possono scendere, ma non ai livelli pre-pandemia e quindi non di molto. A meno di non dover tornare a stimolare l'economia. Qui entra in gioco il comportamento delle Banche centrali, ossia la seconda componente fondamentale per rispondere alla domanda iniziale: capire quando inizierà il percorso di discesa dei tassi nominali e reali, e quanto ampio e rapido sarà, alle varie scadenze.

L'atteggiamento dei banchieri centrali rispetto al rischio di inflazione è stato modificato dall'esperienza vissuta da metà 2021 in poi, quando, come abbiamo ricordato, hanno dovuto rivedere radicalmente l'opinione per cui l'impennata dell'inflazione sarebbe stata un episodio temporaneo, che si sarebbe riassorbito rapidamente senza bisogno di una loro azione. Quell'errore di valutazione rivela quanto sia cambiato il mondo, nelle tre direzioni dette sopra, rispetto agli scenari cui eravamo abituati prima della pandemia e peserà sulle loro prossime valutazioni e decisioni.

In altre parole, il passaggio da un contesto deflazionistico, figlio della Grande crisi finanziaria, della globalizzazione rampante e della digitalizzazione diffusa dell'economia (soprattutto dal lato degli acquisti via Internet), a uno in cui l'inflazione è presente – e minaccia la stabilità monetaria – toglie gradi di libertà alle Banche centrali, che devono rimanere focalizzate sul loro obiettivo primario e non possono correre subito in soccorso di economie e mercati finanziari. A meno di cataclismi. Un caveat che ci invita ad affrontare l'ultimo dei tre temi fondamentali indicati all'inizio: come si presenta e come evolverà lo scenario economico.

## ECONOMIA MONDIALE TRIPARTITA

Nella crescita, l'economia mondiale oggi appare divisa in tre parti, come la Gallia ai tempi di Cesare (Grafico 3). Da un lato ci sono gli Stati Uniti, che continuano a sfoggiare una forma invidiabile in termini di crescita e occupazione, anche se i più recenti indicatori qualitativi segnalano indebolimento. All'estremo opposto c'è l'Europa, che mostra evidenti segni di recessione, trainata all'ingiù dall'industria. Infine, l'Asia è a macchia di leopardo: molto bene l'India, con qualche difficoltà la Cina e col fiato corto il Giappone. Tuttavia, nei prossimi mesi potremmo assistere a una convergenza verso la debolezza. Per comprenderne la ragione è opportuno considerare gli effetti dell'aumento passato del costo del denaro.



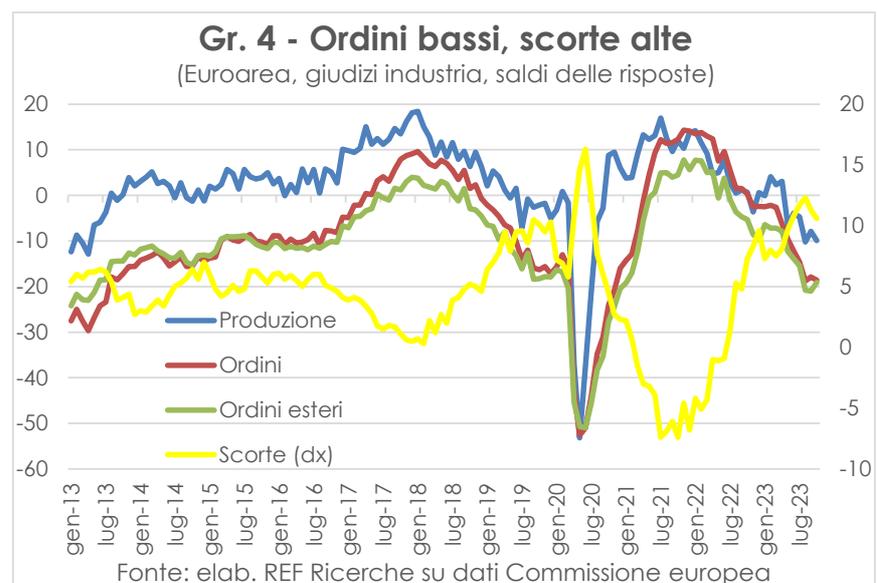
## SCOPPIO RITARDATO...

## ...DA SCORTE...

Si ritiene che la politica monetaria agisca con ritardo variabile sull'economia reale e, in seconda battuta, sull'inflazione. Però, pandemia e crisi energetica hanno inciso sui meccanismi di trasmissione dai tassi ai prezzi perché hanno influenzato le decisioni aziendali su due aspetti molto importanti: le scorte e i lavoratori.

Nel settore manifatturiero le scorte sono state aumentate fino all'autunno del 2022, per fronteggiare il rischio di rimanere senza gli input produttivi necessari a evadere gli ordini. Come accaduto nella seconda metà del 2020 e nella prima parte del 2021, quando le interruzioni delle catene globali del valore avevano messo in crisi la politica del *just-in-time*, e come si temeva di sperimentare nell'inverno del 2023 per effetto della crisi energetica.

Ora che le catene del valore sono tornate a funzionare, che si sono scelti fornitori più prossimi geograficamente e che il costo dell'energia è diminuito, la prudenza ha dovuto lasciare il posto alla convenienza: avere i magazzini pieni costa poco quando i tassi sono nulli, ma può compromettere i bilanci quando il costo del denaro è a livelli sconosciuti dalla Grande crisi finanziaria (in Italia dalla crisi dei debiti sovrani). Quindi, a partire dalla seconda metà del 2022 in USA e dai primi mesi del 2023 in Europa, i magazzini hanno iniziato a essere svuotati di nuovo, tanto più che la caduta degli ordini ha reso superflua tanta abbondanza di materie prime e componenti. Si è così messo in moto il più classico dei cicli delle scorte: i minori ordini riducono gli acquisti di materie prime e semilavorati e la produzione, e questo porta a un altro avvitamento al ribasso degli acquisti, che promette minore produzione futura, con necessità di ulteriore taglio degli ordini (Grafico 4).



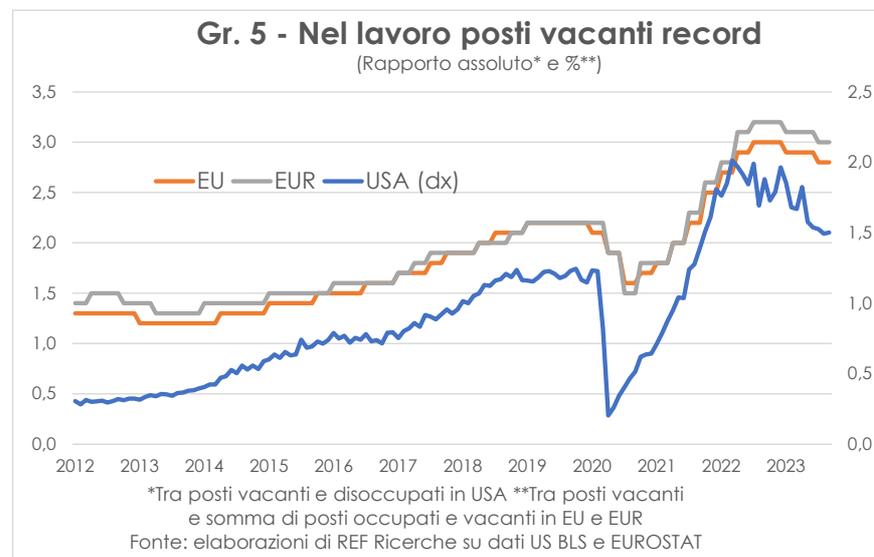
La politica delle scorte riguarda essenzialmente la manifattura (i servizi vengono impiegati mentre si producono), che è anche il settore su cui di più agisce la restrizione monetaria, frenando la domanda di beni di consumo durevoli e di investimento. Perciò è quello che sta zavorrando le intere economie.

### ... E SCARSITÀ DI LAVORATORI

Sul fronte dei lavoratori, le imprese manifatturiere e terziarie hanno visto aumentare enormemente i posti vacanti via via che l'economia si riprendeva dopo il primo grande lockdown. Per esempio, negli USA dai 4,7 milioni dell'aprile 2020 i vuoti negli organici hanno superato i 12 milioni nel marzo 2022, e poi hanno iniziato a diminuire lentamente e in modo altalenante, tanto che a settembre 2023 erano ancora 9,5 milioni, il 65% in più della media dei sette anni 2013-19.

Anche nell'Eurozona i posti da colmare sono aumentati moltissimo: del 100% in rapporto al numero totale di lavoratori occupati tra il minimo del secondo trimestre 2020 e il massimo del secondo trimestre 2022, e poi sono scesi gradualmente; a metà 2023 restano di un quarto sopra il livello di fine 2019 e del 60% sopra la media del periodo 2013-2019 (Grafico 5).

La penuria di lavoratori rispetto alle esigenze aziendali ha fatto sì che fino all'estate scorsa le imprese continuassero ad assumere, pur in presenza della caduta degli ordini e della diminuzione della produzione, per riempire gli organici ed essere pronte alla ripartenza, e aumentassero le retribuzioni per offrire posti più attraenti. In questo modo il monte salari è molto cresciuto e ha dato capacità di spesa e fiducia ai consumatori, rinviando il momento della resa dei conti con i più alti tassi di interesse.

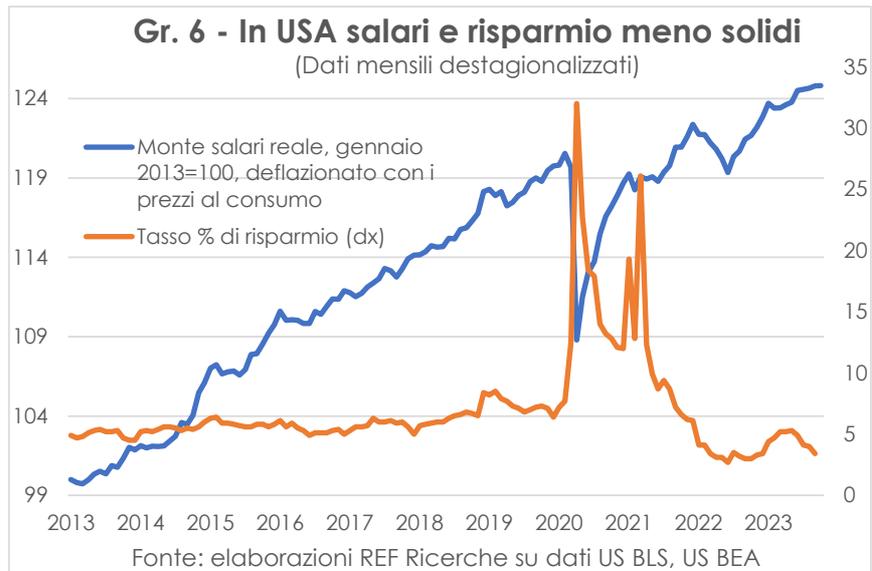


Inoltre, la pandemia ha modificato anche i comportamenti di consumo delle famiglie. Con i redditi sostenuti dalle politiche di bilancio e nell'impossibilità di spendere in attività sociali e viaggi, le famiglie avevano accumulato risparmio che è stato utilizzato per soddisfare la voglia di viaggiare e di partecipare a eventi e momenti conviviali, voglia che era stata repressa con le chiusure dettate dall'emergenza sanitaria.

## IL FUOCO PERITURO

La domanda di servizi è scattata come una molla alla riapertura e ha alimentato la ripresa e, quindi, nuove assunzioni, traducendosi in ulteriore maggior reddito e spesa dei consumatori. Ma era un fuoco destinato a spegnersi, a differenza del biblico rovetto ardente, per l'erosione del potere d'acquisto causato dall'inflazione.

I segnali di questo esaurimento sono già evidenti in Europa dalla tarda primavera, mentre finora i consumatori americani hanno tenuto botta. Tuttavia, la riduzione del loro tasso di risparmio e l'appiattimento del monte salari reale suggeriscono che anche al di là dell'Atlantico un mutamento è in arrivo (Grafico 6).



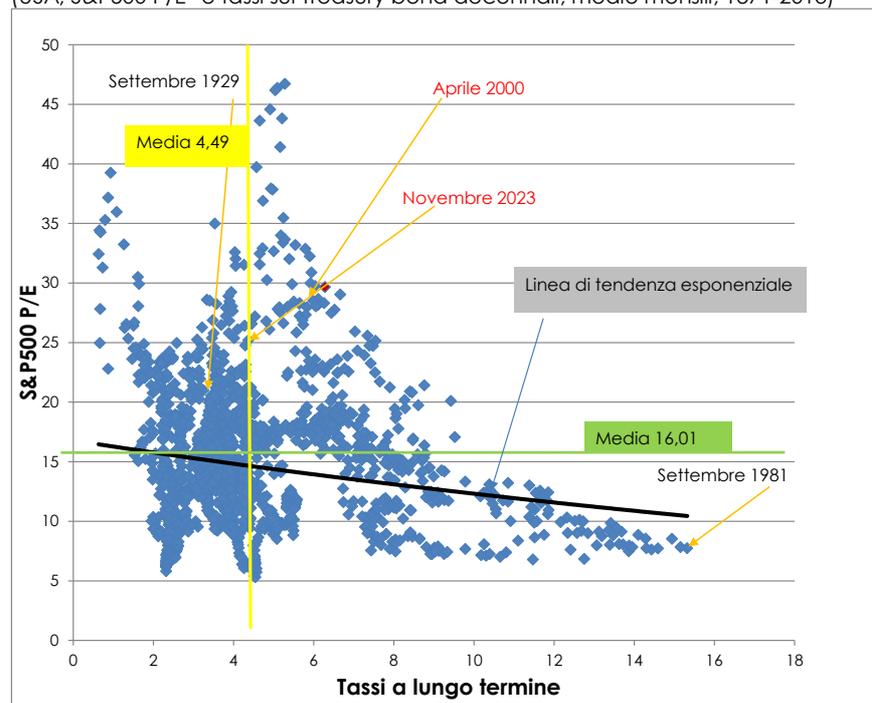
**BANCHE CENTRALI RESTIE**

Riassumendo e tornando alla domanda iniziale sulla direzione che prenderanno i tassi: il loro livello attuale non è troppo alto, ma potrebbe diventare tale se l'inflazione continuasse a scendere rapidamente e le economie cadessero in recessione; tuttavia, la pressione salariale sembra escludere il primo evento. Se l'inflazione persistesse agli attuali livelli o tendesse a salire un po', i tassi tornerebbero a salire, ma l'indebolimento della domanda lo rende difficile. In caso di recessione le Banche centrali saranno restie a tagliare i tassi come in passato. Il deterioramento delle prospettive di crescita peserà, invece, sulla dinamica degli utili aziendali.

Il riferimento agli utili chiama in causa la valutazione dell'adeguatezza delle quotazioni azionarie (Grafico 7).

**Gr. 7 – Tassi e quotazioni: una relazione nuvolosa**

(USA, S&P500 P/E\* e tassi sui Treasury bond decennali, medie mensili, 1871-2013)



\* Versione con utili correnti relativi all'ultimo trimestre. Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati R. Shiller U.S. Stock Markets 1871-Present and CAPE Ratio

Le quotazioni altro non sono che il valore attuale del flusso di profitti futuri e che quindi devono essere coerenti con le prospettive di redditività delle società quotate e con i livelli presenti e attesi dei tassi di interesse. Tale coerenza è confermata dai dati?

### VALUTAZIONI «RICCHE»

Rispetto alla media di lungo periodo i tassi di interesse a lungo termine sono allineati (4,40% a novembre 2023 contro 4,49% medio dal 1871), mentre in rapporto agli utili le quotazioni di Borsa (S&P500) sono più elevate: 25,12 contro 16,01. Insomma, le valutazioni azionarie sono «un po' ricche».

I dati, però, ci dicono almeno altre due cose. La prima è che la relazione tra prezzi di Borsa e tassi di interesse è sì inversa (i prezzi scendono al salire dei tassi, e viceversa), ma tutt'altro che stretta: l'esperienza mostra che ai livelli attorno agli attuali del rendimento dei titoli decennali del Tesoro americano il rapporto P/E è variato da 5 a 43, in funzione del contesto e della percezione delle prospettive da parte degli investitori. P/E molto bassi (inferiori a 10) si sono avuti durante e dopo le guerre, negli anni 70 (crisi petrolifere) e nei primi anni 80 (doppia recessione da forte stretta monetaria). Mentre molto alti (superiori a 40) ci sono stati solo nelle recessioni del 2001 e del 2009 (qui superarono addirittura 100), quando gli utili caddero più delle quotazioni. Non siamo di fronte a nessuna di queste situazioni.

### MEDIE LUNGHE O CORTE?

La seconda è che le medie di lunghissimo periodo sono utili perché abbracciano tutti i possibili avvenimenti, ma al contempo vanno usate con più di un pizzico di sale, perché alcuni di quegli avvenimenti non sono così probabili. Allora è utile fare medie di un periodo sì lungo ma recente. Per esempio, negli ultimi sette (numero magico) anni il P/E medio è stato attorno a 24,5. Allora le quotazioni sono equilibrate?

Ancora una volta dipende dai tassi di interesse, perché negli stessi sette anni sono stati mediamente del 2,3%. È come se gli operatori si siano abituati a P/E alti e diano per scontato che i tassi torneranno indietro, dimezzandosi. Da quanto abbiamo detto sopra, però, questo è molto improbabile, perché l'inflazione si riporterà attorno al 2% ma il tasso reale sarà dell'1,5%-2,5% negli USA.

### LA CONTRADDIZIONE TRA BOND E AZIONI

C'è chi ritiene che, se i tassi saranno più elevati a riflesso di maggior crescita nominale, allora i P/E potrebbero essere adeguati perché incorporano tale crescita. Lo afferma un autorevole e acuto studioso di finanza come [Aswath Damodaran](#) (New York University Stern). Tuttavia, il mercato, oltre a esprimere nelle quotazioni azionarie quegli alti P/E, sconta un taglio dei tassi da parte della FED di un punto pieno entro fine 2024.

BCA, centro di ricerca sugli investimenti, giustifica l'attesa di riduzione del costo del denaro con la previsione di una recessione USA nella seconda metà dell'anno venturo. Ciò è in contraddizione con l'ipotesi di Damodaran e, soprattutto, con il mantenimento di questi P/E. Insomma: o i tassi scendono molto, come si attende il mercato, ma allora ci sarà recessione e i P/E non terranno; o l'economia marcerà così da mantenere alti i tassi, e dunque i P/E dovranno adeguarsi a uno sconto maggiore degli utili futuri.

Non sarebbe la prima volta che i bond e le azioni esprimano visioni tra loro incoerenti, prima o poi arriva il momento della verità e dell'aggiustamento dei prezzi.

In ogni caso, come in aereo attraversando una tempesta, è bene tenere allacciate le cinture di sicurezza.

#### **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](http://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 si 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 della Posta 7  
6901 Lugano – Svizzera  
Tel.: +41 (0)91 923 84 22  
[info.bdc@ceresioinvestors.com](mailto: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](mailto:info.sim@ceresioinvestors.com)