

TORO KAPUTT, AZIONI INGRATE, ADDIO!

(31/08/2011)

Un rendimento annuo del 10%. Certo, sopportando un po' di volatilità, ma un premio quasi sicuro per gli investitori tenaci capaci di tenere stretto il proprio giardinetto di azioni, incuranti degli alti e bassi su un periodo di tempo sufficientemente lungo. E parliamo di pochi lustri, non certo di secoli. Questo è il mantra su cui si è fondata buona parte dell'asset allocation degli ultimi decenni e che ha convinto milioni di risparmiatori in tutto il mondo a dirigere i propri investimenti verso le azioni in quote sempre più massicce.

Consigliati (non sempre in modo totalmente disinteressato) da gestori, promotori finanziari, giornalisti finanziari e perfino politici l'ordine di scuderia è stato, infatti, quello di puntare soprattutto sulle azioni se l'obiettivo era quello di ottenere, nel medio-lungo periodo, i rendimenti più consistenti.

Più delle obbligazioni o degli immobili o di qualsiasi altra forma di investimento. La "saggezza" degli esperti consigliava di mettere in azioni almeno il 60-70% del proprio patrimonio e dei propri risparmi pensionistici; peccato che questo consiglio è giunto, per la maggior parte dei risparmiatori, in totale controtempo.

Bastava guardare i rendimenti passati per trovare le prove e il sostegno ideologico a questa profezia. Un invito ben accolto dalla maggior parte dei risparmiatori che a partire dalla fine degli anni '70, e per i decenni successivi, hanno contribuito a una massiccia migrazione (si pensi anche ai fondi pensione negli Stati Uniti) dalle obbligazioni alle azioni. Alimentando un boom delle azioni che ha raggiunto il suo apice verso la fine degli anni '90.

L'ultimo decennio è stato perciò una dura doccia fredda per molti investitori che si erano fidati di questa dritta, acquistando azioni direttamente o tramite fondi o etf. Era stato detto loro, come a Pinocchio nel Campo dei Miracoli, che pochi zecchini d'oro sotterrati nel posto giusto si sarebbero potuti moltiplicare quasi senza sforzi con un pizzico di pazienza.



Invece si è verificato il peggior scenario per gli investitori cassetisti con le Borse, nell'ultimo decennio, in caduta quasi libera.

L'ultimo decennio azionario ha significato, infatti, una perdita secca (e reale) per la maggior parte degli investitori che avevano puntato sulle azioni, investendo direttamente o tramite fondi e Etf. Lo dicono gli indici borsistici (e l'andamento della maggior parte delle gestioni e dei fondi altro non è che è un clone).

Dal 2000 al 2009 l'indice americano Standard & Poor's ha perso il -23,9% (il -2,7% all'anno senza considerare la perdita del potere d'acquisto), l'indice europeo Eurostoxx il -34,3% (un -4,1% all'anno) mentre Piazza Affari ha fatto ancora peggio: -46,6%. Invece di ottenere un rendimento su base annua del +10% i risparmiatori italiani hanno ricavato, anno dopo anno, un rendimento negativo annualizzato di circa il -6%.

Sembra un po' la morale di un vecchio adagio italiano: **fare come pifferi di montagna che andarono per sonare e furono sonati**. Il pensiero dominante e ripetuto era, infatti, quello che investire in azioni avrebbe consentito di ottenere un ritorno superiore a quello garantito dalle obbligazioni...

Invece per la prima volta nella storia abbiamo visto un periodo di 25 anni in cui i buoni del tesoro a lungo termine Usa hanno ottenuto un rendimento superiore dell'indice azionario Standard & Poor's 500, uno degli indici più significativi della Borsa americana (e faro per tutte le Borse del mondo).

E naturalmente qualcosa di simile è accaduto in tutte le Borse del mondo occidentale per il noto principio dei vasi comunicanti. Quello che accade negli Stati Uniti ancora oggi dal punto di vista economico e finanziario potrebbe non interessarci troppo ora che altre potenze si apprestano a rubargli il palcoscenico.

Ma pur con l'emergere di altre economie il peso della locomotiva Usa resta forte. E' ancora la prima economia al mondo ma soprattutto più di due terzi di tutta la ricchezza prodotta annualmente finisce in consumi: il paradiso per i venditori di tutto il mondo.

Ai risparmiatori americani (e non solo) ora piacciono i bond e scappano dalle azioni e dai fondi...

L mito delle azioni "forever" ha subito quindi un duro attacco. Ed è adesso proprio la patria mondiale dell'investimento azionario a essere il teatro di un gigantesco "switch". Delusi dai rendimenti negativi delle azioni, spaventati dalle prospettive della ripresa economica sempre più incerta, stressati dall'attesa dell'ulteriore discesa del prezzo delle case, zeppi di debiti personali, impotenti di fronte alla crescita dell'economia cinese, preoccupati dai dati della disoccupazione, i risparmiatori americani hanno iniziato a "smontare" massicciamente le posizioni azionarie.

Lo hanno confermato in queste settimane i dati della Investment Company Institute (ICI), l'associazione di categoria che raggruppa i fondi d'investimento Usa, che hanno certificato la fuga dai fondi azionari da parte dei risparmiatori americani. Nei primi 7 mesi del 2010 gli investitori d'Oltreoceano hanno ritirato 33,12 miliardi di dollari (oltre 26 miliardi di euro) dai fondi comuni che investono sulle azioni Usa.

Soldi ritirati per essere investiti soprattutto nel mercato obbligazionario come indicano non solo i rendimenti dei titoli obbligazionari americani ma anche le statistiche uscite recentemente.

Nello stesso periodo gennaio-luglio in cui hanno smobilizzato i portafogli azionari, gli americani hanno investito 185 miliardi di dollari in fondi comuni obbligazionari. Questa corsa verso i Bot ha contribuito a farne crollare il rendimento: oggi il T-Bond trentennale rende appena il 3,6%, quello decennale è sceso al 2,6% e il biennale non arriva neppure allo 0,5%.

Un fenomeno definito “molto inconsueto” da Brian Reid, il capoeconomista della Investment Company Institute se si tiene conto che fino a poche settimane fa i listini azionari sembravano ancora marciare verso il rialzo e molti economisti già parlavano di ripresa.

Eppure molti risparmiatori correvano comunque a vendere i loro fondi azionari. “I risparmiatori fuggono dalla Borsa”, è l’allarme lanciato dal New York Times. Per molti osservatori l’impressione è infatti di non assistere a un fenomeno passeggero ma a un vero addio alla Borsa; non è l’inversione di un ciclo storico, che aveva portato alla diffusione dell’azionariato come principale sbocco dei risparmi.

“Le pensioni americane, per esempio, da molte generazioni sono alimentate attraverso i fondi investiti in azioni – ha giustamente ricordato Federico Rampini, corrispondente di La Repubblica – Oltre il 50% della popolazione americana ne possiede. In altre recessioni, appena il Pil ricominciava a crescere scattava anche il ritorno del piccolo risparmiatore a Wall Street”.

Questa volta la lunga luna di miele fra il risparmiatore yankee e Wall Street sembra essere arrivata a un punto di rottura. Un conto è assistere a una fuga dall’azionario dopo una Borsa in rottura (come era avvenuta dopo lo scoppio della bolla della New Economy o nel 2008 con la crisi dei subprime), un’altra è assistere a maxi riscatti nonostante l’indice Dow Jones in ascesa dell’8% come è avvenuto fra marzo e aprile .

Secondo l’Investment Company Institute, che analizza annualmente il comportamento di 4.000 famiglie la propensione per il rischio tra gli investitori del mercato è ai minimi storici ed è in calo costante dal 2001, da quando raggiunse il picco. E quelli che vedono più nero sono il gruppo intorno ai 35 anni di età.

Contrordine: le azioni non sono più “sexy”

Qualcosa non quadra secondo gli addetti ai lavori. “In questa fase del ciclo economico e con un andamento delle Borse tutto sommato positivo sarebbe stato normale che affluissero nei fondi azionari domestici dai 10 ai 20 miliardi di dollari piuttosto che assistere a una quantità simile di riscatti” ha dichiarato Brian K. Reid, capo economista dell’istituto di investimento.

“Questo è molto insolito – ha aggiunto Brian K. Reid - L’idea che le azioni tendono ad essere sicuri e redditizi investimenti nel tempo sembra essere stato intaccato più o meno allo stesso modo di valori come la casa e la stabilità del lavoro. Negli ultimi anni è stato profondamente modificato il senso di sicurezza finanziaria degli americani”.

Qualcosa di simile accadde al tempo della Grande Depressione dopo gli anni ’30 e anche allora ci vollero molti anni prima che i risparmiatori tornassero in massa sul mercato azionario.

Più che a diventare ricchi per molti americani la preoccupazione numero uno sembra quella di non diventare poveri e alcuni dati suggeriscono come la fuga dalle azioni possa essere causata anche dalla numerose famiglie che non sono più in grado di attingere soldi dal rifinanziamento dei mutui immobiliari e hanno bisogno di soldi per pagare le spese ordinarie.

Due settimane fa negli Stati Uniti il colosso finanziario del risparmio gestito Fidelity Investments ha riferito che un numero record di persone ha richiesto di prelevare anticipatamente dai propri fondi pensione. Una procedura consentita ma che va motivata proprio dalle pressanti esigenze finanziarie.

Durante il secondo trimestre del 2010, 62.000 lavoratori americani hanno chiesto un anticipo contro i 45.000 del trimestre precedente e su un campione di 17 mila lavoratori Fidelity (che rappresenta 11 milioni di partecipanti ai fondi pensione Usa) ha rilevato come il 22% aveva prestiti in essere.

Naturalmente la maggior parte dei pianificatori finanziari sconsiglia di toccare i fondi pensione in maniera anticipata, perché per fare questi prelievi si pagano delle penali sia in termini di sanzioni che di maggiori imposte, e la maggior parte dei piani non accetterà nuovi contributi su un conto per almeno sei mesi dopo il ritiro.

E poi c'è il pericolo a lungo termine di non avere abbastanza soldi per vivere durante la pensione. Ciò nonostante molti lavoratori americani rompano il “porcellino” e a colpire è il fatto che il numero maggiore di risparmiatori che riscattano è gente con età media tra i 35 ei 55 anni. In altre parole, i lavoratori che dovrebbero essere nel loro picco dei guadagni.

Gli under 40 sono quelli messi peggio...

E per spiegare un fenomeno di queste dimensioni non basta neppure il fattore demografico. E' vero che le generazioni più numerose – i baby-boomers nati tra il 1945 e il 1965 – cominciano ad affacciarsi all'età della pensione, quindi diventano più caute e preferiscono i Bot alle azioni, ma un movimento così improvviso ha altre ragioni. Anche perché i dati dell'Investment Company Institute rivelano che la disaffezione dal Wall Street è ancora più pronunciata fra chi ha meno di 35 anni, la fascia generazionale che ha voltato le spalle alla Borsa con più decisione.

Quella che veniva descritta fino a poco tempo fa come la generazione con la “maggiore propensione al rischio”.

Come ben ha scritto, **Alessandro Fugnoli**, strategist di Kairos e Partner: *“per tutti gli anni Ottanta, Novanta e primi Duemila ci siamo raccontati che i Baby Boomers avrebbero dato grande sostegno all'azionario non perché grandi risparmiatori, ma perché molto aperti verso il rischio, a differenza di quei paurosi dei loro genitori che avevano ancora il ricordo della loro infanzia vissuta durante la Grande Depressione. Oggi vediamo invece i Boomers paralizzati e impauriti più delle altre classi di età e l'ultimo dei loro pensieri è di comprare azioni. Probabilmente non lo faranno mai più”*.

E peraltro la fuga dalle azioni coincide con una fase in cui il risparmio non è diminuito; al contrario dall'ultima recessione gli americani sembrano aver iniziato ad apprendere la lezione, usando la carta di credito con maggiore giudizio e tagliando molti consumi.

Certo di colpo non ci si trasforma da cicale in formiche: il debito totale dei consumatori americani (tra carte di credito e finanziamenti rateali) è a quota 11.700 miliardi, in calo del 6,5% dai suoi massimi storici. Ma l'11% di questo debito è “insolvente”, cioè fa capo a famiglie in stato di bancarotta o vicine a precipitarci.

Ma chi si trova nella situazione finanziaria peggiore di “meltdown” non è proprio l'investitore di borsa “tipo”. Solo dopo il crac del 1929 e la Grande Depressione, l'allontanamento dalla Borsa fu così massiccio e prolungato. D'altronde, come negli anni '30, anche oggi il piccolo azionista è segnato da un trauma: nell'arco di un decennio il suo capitale investito in Borsa non ha procurato il “paradiso” promesso dagli esperti ma è stato un piccolo “inferno”.

Il motore di questo movimento, secondo quasi tutti gli osservatori, è la paura mista a delusione. L'ultima crisi finanziaria e le difficoltà dell'economia reale nella ripresa (con un tasso di disoccupazione vicino al 10%) hanno diminuito la voglia di rischio degli investitori.

«A molte persone comuni la ripresa economica non sembra reale» ha detto al New York Times, Loren Fox, analista senior all'istituto di ricerca Strategic Insight, secondo la quale «i risparmiatori non torneranno verso le azioni a un ritmo sostenuto fino a quando non si sentiranno più fiduciosi sulla crescita dell'occupazione e sulla sostenibilità della ripresa». «I piccoli investitori – aggiunge Doug Cliggott, analista di Credit Suisse – stanno perdendo l'appetito per il rischio».



Dove sarà l'indice Dow Jones fra 25 anni? Intorno a quota 110.000 he supposes...

Ma è sensato scappare a gambe levate dalle azioni dopo 10 anni di batoste? Il “premio” per chi deteneva le azioni (“equity premium”) si è improvvisamente estinto come il mammut sardo o lo stambecco dei Pirenei di cui l’ultimo esemplare è stato avvistato proprio all’inizio del 2000? Il futuro è nelle obbligazioni? La fuga e l’allergia verso le azioni è qualcosa di razionale o emotivo?

C’è un signore che sul tema merita sicuramente di essere interpellato dato che se c’è qualche “profeta” della supremazia azionaria lui è sicuramente da annoverare fra i padri putativi insieme a Jeremy Siegel (autore del libro “Stock for the long run”).

E, seppure molti risparmiatori di tutto il mondo non lo hanno mai sentito nominare, proprio i suoi studi hanno contribuito alla fine degli anni ’70 e poi per tutti gli anni ’80 e ’90 a convincere milioni di risparmiatori di tutto il mondo a mettere sempre più azioni in portafoglio, diventando l’ideologo di riferimento di una moltitudine di gestori e promotori finanziari non certo disinteressati ai suoi consigli.

Lui è **Roger Ibbotson**, oggi un brizzolato 62enne, professore di finanza all’università di Yale, gestore e fondatore di una società di analisi ceduta qualche anno fa al gruppo Morningstar. Il suo nome si è fatto largo all’inizio degli anni ’70 grazie ai suoi studi sui rendimenti storici di lungo periodo e a una clamorosa previsione azzeccata.

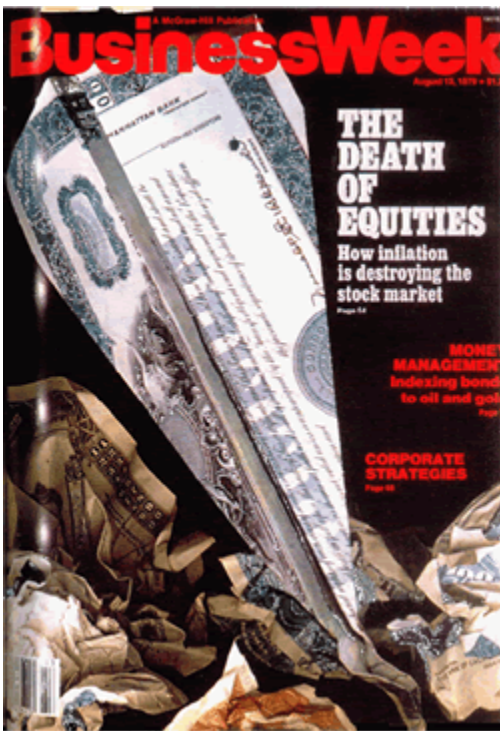


Nel maggio del 1974, proprio quando i listini azionari sembravano affondare durante la grande crisi petrolifera e l'indice Dow Jones si dibatteva intorno a quota 800, due giovani sfrontati (il suo collega di studi era Rex Sinquefield, oggi un multi-milionario gestore di fondi; prossimamente magari un governatore o politico di punta americano) durante una conferenza all'università di Chicago lanciarono la previsione che quell'indice sarebbe arrivato a quota 9.218 alla fine del 1998 per arrivare a superare quota 10.000 entro il novembre 1999.

Dopo 25 anni questa clamorosa previsione risultò quasi azzeccata perfettamente! Alla fine del 1998 l'indice Dow Jones raggiunse quota 9.181 (a soli 37 punti fuori della previsione, meno dell'1% di scarto) mentre l'indice azionario americano più famoso del mondo infranse quota 10.000 con 7 mesi di anticipo rispetto alle previsioni, nel marzo 1999.

Come aveva fatto Ibbotson, un ragazzo dai sobborghi di Chicago che aveva studiato matematica e fisica, ad azzeccare, come in un libro di fantascienza di Asimov, il valore dell'indice Dow Jones con 25 anni di anticipo?

Per conoscere il futuro bisogna conoscere approfonditamente il passato, il credo di Ibbotson, che negli anni precedenti aveva passato il tempo insieme al suo collega di studi Rex Sinquefield a catalogare i rendimenti delle azioni dal 1800 in poi, calcolando la performance media storica e proiettando nei 25 anni successivi il possibile ritorno in un momento storico in cui si stava (anche allora) verificando un crollo degli indici azionari e qualche settimanale "ben informato" titolava in copertina: **"La morte delle azioni"** (*Business Week* nella storia di copertina dell'edizione del 13 agosto 1979).



Un rendimento nominale di oltre il 10% annuo era il "target" possibile per l'investimento azionario secondo Ibbotson, analizzando le informazioni già incorporate nei prezzi storici delle azioni. Quando Ibbotson e Sinquefield pubblicarono il loro lavoro le previsioni rappresentavano il punto di mezzo di una vasta gamma di diversi risultati possibili.

La previsione media per i 25 anni fino al 2000 fu di rendimenti azionari del 13% annuo del mercato. "Per certi versi è stata la prima previsione scientifica del mercato", dice con orgoglio Ibbotson. Non tutti lo videro in questo modo, al momento, alcuni scettici osservarono che si trattava solo di un'estrapolazione di dati passati verso il futuro. Ma il mercato si è dimostrato vorace di tali dati".

Il successo di queste previsioni ha fatto sì che questi ricercatori siano stati sommersi da richieste di ulteriori informazioni e consigli, facendo diventare Ibbotson e il suo collega delle star fra gli esperti di mercati azionari.

Il paradigma dei “mercati efficienti” postula che non è possibile prevedere i trend di mercato ma che allo stesso tempo esistano delle regolarità nelle fluttuazioni casuali dei rendimenti, ovvero, in termini statistici, che le distribuzioni dei rendimenti storici possano essere tutto sommato prevedibili.

E in questo contesto, secondo le ricerche di Ibbotson, la migliore stima dei rendimenti attesi diventa la media dei rendimenti storici calcolata su un periodo sufficientemente lungo e il fulcro della ricerca diventava la raccolta di dati storici che, nel caso dell’indice dei prezzi azionari americani costruito da Roger Ibbotson, andava indietro addirittura fino al 1802.

Tale approccio tradizionale, utilizzato dalla maggior parte dei gestori, consulenti finanziari e investitori istituzionali parte dal presupposto che i rendimenti attesi delle diverse categorie d’investimenti siano relativamente stabili nel tempo e che quindi i pesi strategici non debbano essere rivisti troppo frequentemente, ma possano essere tranquillamente calibrati. Compra e tieni.

Meno ti muovi, meno sbagli. Al massimo ribilancia. Peccato che proprio quando la maggior parte degli investitori di mezzo mondo ha sposato la teoria di Ibbotson incrementando fortemente la componente azionaria per ottenere i famosi “sovra-rendimenti”, il mercato azionario sembra aver voltato le spalle alla teoria della “supremazia delle azioni nel lungo periodo” a guardare i rendimenti dell’ultimo decennio (ma anche venticinquennio) che ha visto le obbligazioni prendersi una sonora rivincita nei confronti delle azioni.

Le critiche alla teoria di Ibbotson. Vittima del suo successo...che ha “inguaiato” milioni di risparmiatori...

Molte sono le critiche che sono state mosse alla teoria di Ibbotson da economisti come Rober Shiller o Eugene Fama che hanno puntato il dito contro il mito dell’efficienza dei mercati, dimostrando che sbalzi di umore dei mercati possono spingere i prezzi delle azioni a livelli molto alti o molto bassi per anni e anni.

In una serie di articoli Fama (che è comunque un fautore dell’efficienza dei mercati) ha sostenuto che il “capital asset pricing model”, o almeno il suo corollario che il premio di rischio è costante, non corrisponde ai fatti.

“In fondo la mia opinione è che il premio di rischio è sceso nel corso del tempo perché abbiamo convinto la gente che investendo in azioni avrebbe ottenuto rendimenti superiori” è l’opinione provocatoria di questo studioso. Come dire che il modello di previsione di Ibbotson è stato vittima dell’eccessivo successo e diffusione.

Una tesi presente già da oltre 60 anni con Benjamin Graham, mentore e guru di Warren Buffett, che affermava come *“basta riflettere un momento per capire che non si possono fare previsioni scientifiche per eventi economici sotto il controllo dell’uomo. Le stesse possibilità che una tale previsione sia realizzabile determina iniziative che la invalidano. Gli analisti tecnici più avveduti ammettono che il successo di una strategia dipenda dal fatto di riuscire a non diffonderne il segreto al di fuori di un numero ristretto di persone”*.

Insomma l’entrata di centinaia di milioni di risparmiatori nei mercati azionari alla ricerca di “facili” guadagni ne ha provocato il crollo...

E vale l’ironia e l’acume di quel grande economista che fu Paul Samuelson che già nella prefazione del libro di Jeremy Siegel dedicato alla superiorità del rendimento delle azioni sulle obbligazioni aveva osservato: “un consiglio che resterà valido soprattutto se non tutti i risparmiatori del mondo rimuoveranno totalmente la loro avversione al rischio, restando fuori dai mercati azionari o scappando nelle fasi più burrascose”.

“Due crolli azionari nell’ultimo decennio? Evviva...”

Ma cosa pensa oggi Ibbotson della sua teoria? Continua a credere nella supremazia delle azioni e al rendimento possibile del 10% (7% reale) per i fedelissimi di lungo corso? Le batoste degli ultimi anni hanno probabilmente ridimensionato un po’ le sue attese ed è meno saldo di un tempo a difendere la teoria che i rendimenti passati possano aiutare a prevedere i rendimenti futuri. Molte cose sono cambiate e se si guarda allo stesso rapporto prezzo/utili medio dal 1925 a oggi ci si renderà conto che da allora a oggi è arrivato quasi a triplicare.

In ogni caso Ibbotson (recentemente intervistato dal bi-settimanale americano Fortune) si mantiene sempre ottimista sull'andamento futuro delle azioni nel lungo periodo (dice che è convinto che "quasi sicuramente i rendimenti delle azioni batteranno quelli delle obbligazioni") per quanto consiglia di mostrare prudenza e attendersi un percorso più "accidentato" rispetto al passato.

Ma adesso è impossibile strappargli previsioni sui mercati azionari nei prossimi anni (seguendo integralmente la sua teoria iniziale nel 2035 dovremmo attenderci l'indice Dow Jones a quota 110.000). *"Nessuno può conoscere i rendimenti futuri delle azioni – ora dice – La storia è una cosa; il destino un'altra. E' questa la linea di fondo"*.

Il consiglio è certo di diversificare anche internazionalmente ma si mostra sempre convinto che nel lungo termine le azioni sovraperformeranno le obbligazioni. Dice che è insolito quello che è accaduto nell'ultimo decennio (non accadeva dagli anni '30) ma tutto questo non inficia la sua teoria, anzi: ***"La gente deve avere paura di correre il rischio di investire in azioni; solo così si potranno ottenere rendimenti superiori in futuro"***.

Le prospettive economiche per il prossimo decennio non sembrano entusiasmanti come crescita economica (soprattutto per gli Stati Uniti) e secondo Ibbotson il rendimento annuale potrebbe anche scendere rispetto al 10% di rendimento annuo. Ma si mostra sicuro soprattutto di una cosa: le azioni sovraperformeranno le obbligazioni.

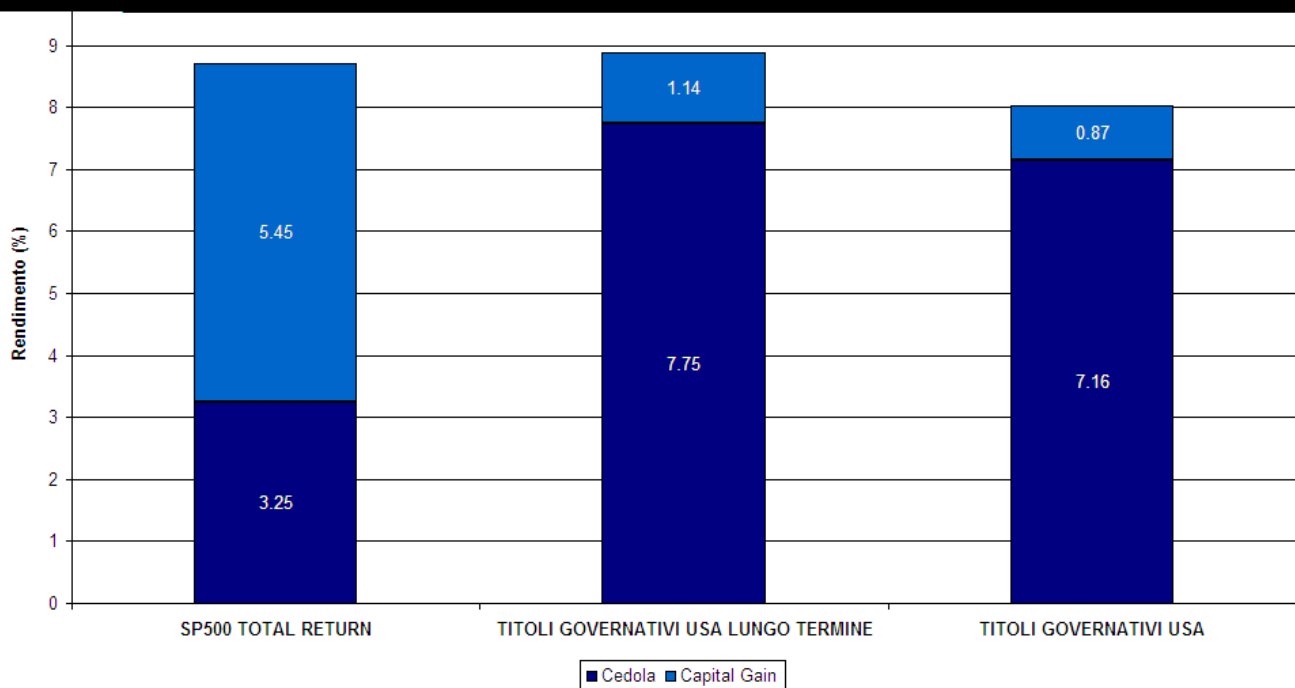
Su una cosa soprattutto Ibbotson punta l'attenzione: nel lungo periodo dalle obbligazioni è meglio stare alla larga.

Nei decenni passati abbiamo avuto un periodo di volatilità delle azioni tutto sommato contenuto (tranne nel 1987 quando si verificò il crollo improvviso di Wall Street) e nel futuro si attende una volatilità che non tornerà ai livelli pre-crisi ma che non dovrebbe essere nemmeno simile a quella degli ultimi anni passati.

"Il rischio, quando si investe nelle azioni, c'è sempre ed è ineliminabile. E pochissime persone hanno contemplato in questi anni il fatto che potesse verificarsi una crisi finanziaria prima del tempo, trovandosi impreparate – osserva – Ma ora che abbiamo avuto due collassi così grandi nell'ultimo decennio possiamo considerare questo evento per molti versi come una grande notizia. Il rischio è tornato a essere valutato prima del rendimento e ora tutti sono disposti a riconoscere che possono accadere sui mercati finanziari eventi imprevedibili e negativi".

Qualcosa di simile a quanto sostiene l'altro famoso guru dell'equity premium delle azioni, Jeremy Siegel: "I migliori rendimenti storici per le azioni sono emersi spesso dalle cenere di crisi economiche, in momenti in cui gli investitori erano pessimisti sulle prospettive di guadagno delle imprese".

E fra le azioni le preferenze di Ibbotson in termini di rendimento vanno verso le small cap con fondamentali forti (ha lanciato 2 fondi d'investimento che seguono questa strategia, American Beacon Zebra Large Cap e Small Cap) che secondo i suoi studi possono ottenere i rendimenti migliori seppure occorra gestire un livello di stress ancora maggiore visto che si tratta di detenere in questo caso asset meno liquidi.



E tutto questo entusiasmo verso i bond come scelta strategica (prendi e tieni lì per sempre) è, secondo questo gestore, totalmente ingiustificata. Una critica aperta alle tesi di economisti come Bob Arnott ([si veda l'inchiesta di copertina pubblicata nel luglio 2009 nel numero di MoneyReport](#)) che in questi anni hanno invece spinto sulle obbligazioni come “porto sicuro” e “migliore delle azioni” in termini di rendimenti sia passati che futuri.

Secondo Ibbotson la supremazia dei rendimenti dei bond verso le azioni, che ha caratterizzato gli ultimi due decenni, non sarà più destinata a ripetersi nel futuro.

La ragione? “Il rendimento delle obbligazioni è stato favorito da alti tassi d’interesse (a 2 cifre all’inizio degli anni ’80) che sono progressivamente scesi e questo ha fatto sì che salissero i prezzi delle obbligazioni, creando plusvalenze. Un grande periodo per i bond che sembra ora irripetibile dato che l’effetto della corsa all’accaparramento di “roba sicura” ha portato i rendimenti attuali sulle obbligazioni ai minimi storici: oggi il T-Bond trentennale rende appena il 3,5%, quello decennale è sceso al 2,5% e il biennale non arriva neppure allo 0,5%.

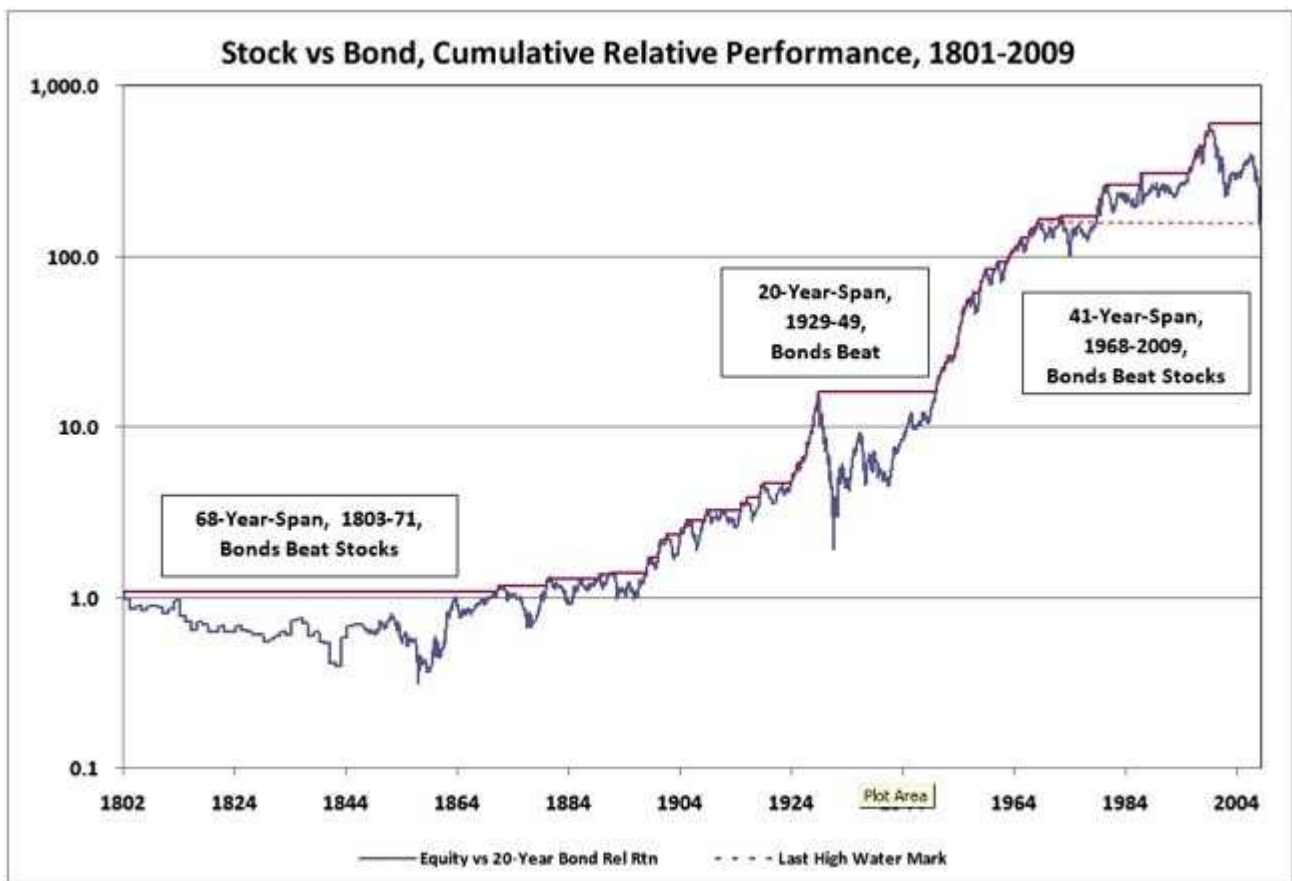
Nei passati 25 anni i risparmiatori americani (e non solo) che hanno puntato sulle obbligazioni hanno ottenuto rendimenti superiori (e soprattutto più tranquilli) a quelli azionari, vicini all’11% annuo composto.

E se partiamo da un rendimento così basso è più probabile che si vada verso un aumento piuttosto che verso una caduta” osserva Ibbotson mentre il mercato azionario, secondo il suo pensiero, può ripetere i rendimenti ottenuti negli ultimi 30 o 40 anni pur se attraversando periodi che possono anche essere “molto scoraggianti”. Nel medio-lungo termine Ibbotson ritiene quindi che i tassi possano solo salire (provocando quindi una caduta dei prezzi dei bond) e anche abbastanza nettamente nei prossimi anni.

E per dimostrare la sua tesi il grafico sotto esposto sintetizza bene la sua visione.

Negli ultimi 40 anni i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine hanno sovraperformato quelli delle azioni; se si scompongono i rendimenti si scoprirà che il rendimento complessivo di quasi il 9% annuo composto ottenuto dai bond è ascrivibile soprattutto all’interesse pagato dai titoli (il 7,75% annuo) e in piccola parte al capital gain (1,14%) ovvero alla differenza fra prezzo di acquisto e di vendita.

Nel caso delle azioni il rendimento composto medio è stato inferiore, seppure di poco.



Ma questo 8,5% annuo è stato ottenuto per il 3,25% sotto forma di dividendi e per il 5,45% dal capital gain, ovvero dalla salita dei prezzi.

Nel caso delle obbligazioni è lecito sostenere che sia possibile anche in futuro ottenere un rendimento simile con cedole annue superiori al 7%? Per Roger Ibbotson questo evento è praticamente impossibile. E sul mercato obbligazionario è dell'idea che siamo in presenza di una nuova bolla. Un pensiero espresso anche dal multimiliardario Warren Buffett nella relazione annuale allegata al bilancio 2009: “Quando si scriverà la storia finanziaria del primo decennio del 2000 si parlerà sicuramente della bolla di Internet della fine degli anni '90 e dello scoppio successivo della bolla immobiliare. Ma la bolla sui titoli obbligazionari governativi americani iniziata a fine 2008 potrebbe essere ricordata quasi con la stessa straordinarietà”.

Dove sta la verità? Azioni o obbligazioni? Il nostro pensiero

Il dibattito sorto soprattutto oltreoceano sulla “morte” presunta delle azioni in termini di rendimento e la resurrezione degli investimenti obbligazionari è sicuramente interessante ma sa tanto di *deja vu*.

Abbiamo prima ricordato la copertina di Business Week del 1979 che decretava la “morte delle azioni” e vi sono certo alcune similitudini, come ha osservato giustamente il commentatore americano Howard Gold fra quell'inchiesta di copertina e l'articolo pubblicato in queste settimane sul New York Times dove si parla e si enfatizza la fuga dei risparmiatori americani dai fondi azionari.

Ci sono alcuni pezzi dell'articolo attuale (ripreso poi da quasi tutti i quotidiani del mondo) pubblicato dal New York Times in prima pagina e quello pubblicato oltre 30 anni fa che sembrano tali e quali con analogie sorprendenti. Lo stato d'animo degli investitori borsistici sembra, infatti, il medesimo come il pessimismo che contraddistingue la maggior parte dei risparmiatori scottati da anni e anni di mercati azionari in quasi perenne crisi.

La differenza principale è certo che la copertina del Business Week arrivava dopo quasi un decennio di inflazione crescente, mentre noi abbiamo vissuto attraverso una serie di bolle finanziarie e di una deflazione degli asset massiccia.

Ma quello che si diceva allora è sorprendentemente analogo a quello che si dice ora dei risparmiatori e che sarà ben difficile cambiare la mente degli investitori per alcuni decenni. Già nel 1979, David Silver, presidente della

società di investimento Institute intervistato dal Business Week ossevava: “‘Ci vorrebbe un mercato toro sostenuto per un paio d’anni per attrarre l’interesse degli investitori su base ampia e ristabilire la fiducia’.

“Gli investitori più giovani, in particolare, stanno scappando dalle azioni” sostiene il New York Times mentre nel 1979 il Business Week scriveva: “Solo gli anziani che non hanno capito i cambiamenti nei mercati finanziari della nazione, o che sono in grado di adeguarsi a loro, sono rimasti attaccati alle azioni”.

Quando si parla di corsi e ricorsi storici!

Un altro tema comune: gli investitori sono alla ricerca di luoghi meno rischiosi dove mettere i loro soldi, dopo un lungo mercato. E ora come allora il mercato obbligazionario veniva descritto come il mercato di sbocco più sensato dove mettere i soldi ritirati dal mercato azionario in “rottura”.

Oggi a preoccupare gli investitori di mezzo mondo e soprattutto quelli americani è l’elevata disoccupazione, un mercato immobiliare fragile, un debito pubblico senza controlli, una massiccia contrazione della leva finanziaria più una amministrazione Obama giudicata non in grado di saper gestire efficacemente l’attuale disastro economico.

Ma anche nel 1979 i problemi del momento sembravano irrisolvibili: la crisi degli ostaggi iraniana e l’invasione sovietica dell’Afghanistan aveva minato il morale; l’inflazione era fuori controllo e gli Stati Uniti sembravano alla deriva, sotto la guida giudicata incerta e irresponsabile del presidente Jimmy Carter.

Ma successivamente accadde qualcosa di imprevisto. Il mese stesso in cui usciva quell’articolo lo stesso Jimmy Carter incaricò Paul Volcker di prestare giuramento come presidente della Federal Reserve e nel 1980 un certo Ronald Reagan fu eletto presidente degli Stati Uniti, dando inizio a un periodo di rialzo dei mercati azionari quasi senza precedenti con l’economia in ripresa come non mai. Quando usciva l’inchiesta di copertina del Business Week il Dow Jones Industrial Average stazionava intorno a quota 830.

Per i tre anni successivi i prezzi delle azioni continuarono a scivolare lentamente e il 12 agosto 1982 l’indice Dow Jones arrivò a valere 777. Da quel punto in poi iniziò uno dei più grandi mega rialzi borsistici degli ultimi secoli e che portò l’indice a superare quota 11.000 nel 2000 e addirittura 14.000 nel 2007.

Una vendetta contro i pessimisti? Le azioni (giudicate da rottamare per molti risparmiatori) si prenderanno anche questa volta una solenne rivincita? Il fatto che molti piccoli risparmiatori stanno facendo le valigie dall’azionario per traslocare stabilmente nell’obbligazionario è un potente segnale “contrarian” come alcuni strategisti iniziano a pensare e in fin dei conti anche lo stesso Roger Ibbotson o Jeremy Siegel pensano?

Attualmente un catalizzatore per un mega ciclo delle quotazioni azionarie ancora non si vede all’orizzonte ma la storia sa sempre sorprendere, soprattutto coloro che pensano di aver capito tutto e pensano di aver trovato risposte facili e sicure.

Da parte nostra da molti anni abbiamo adottato un approccio non “ideologico” o “passivo” all’investimento azionario o obbligazionario e questo ci sembra la terza via e il miglior approccio ai mercati. Adeguarsi piuttosto che pensare che questi si adeguino al pensiero prevalente del belante “gregge”. Nei mercati finanziari è importante investire ma anche disinvestire dalle azioni come dalle obbligazioni è mai occorrerebbe “innamorarsi” di alcunché ma piuttosto avere a priori una strategia per sapersi adeguare ai mercati.

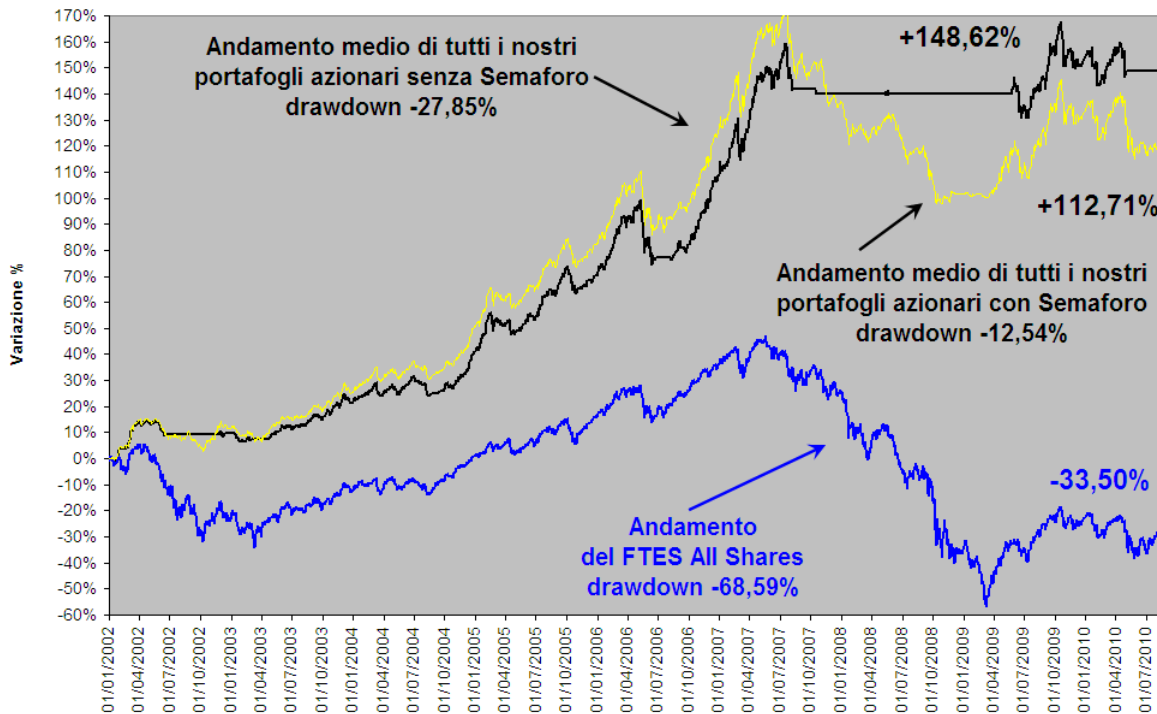
Nei servizi di consulenza avanzati (come i portafogli modello di BorsaExpert.it o la consulenza personalizzata erogata da MoneyExpert.it) l’approccio adottato è, infatti, una asset allocation totalmente dinamica e flessibile dove azioni e obbligazioni (in maniera diretta o tramite fondi o Etf) e i pesi assegnati cambiano continuamente anno dopo anno, trimestre dopo trimestre, in base ai segnali provenienti dal mercato.

Nessuna lampada di Aladino, naturalmente. Può capitare nel tempo di sbagliare operazioni di acquisto o di vendita ovvero di “market timing” sui titoli, vendendo troppo presto o acquistando troppo tardi. Ma è la somma che fa il totale. Sistemi o strategie che non generano falsi segnali noi non ne conosciamo e il nostro obiettivo apparentemente stupido (ma non realizzato da oltre l’80% dei gestori più blasonati) è semplicemente nel tempo fare meglio del mercato.

Per questa ragione negli scorsi mesi abbiamo prudentemente consigliato a chi voleva adottare un approccio cauto di liquidare quasi totalmente le posizioni azionarie e sull’obbligazionario di puntare soprattutto sui Paesi emergenti tramite fondi specializzati e su alcuni fondi obbligazionari o titoli specifici.

Una posizione non ideologica (che crediamo che lasci il tempo che trova come insegna la storia di fronte a tutti coloro che hanno sfornato ricette facili e assolute sui mercati finanziari) e che potrebbe essere anche ribaltata completata nelle prossime settimane o mesi (ogni settimana valutiamo eventuali cambi alla strategia) se dai mercati (e non dalla lettura dei giornali, dei fondi di caffè o dal pensiero di qualche guru sapientone) dovessero arrivare segnali di forza su titoli o mercati in particolare (come stiamo facendo comunque sui portafogli non “protetti”).

I risultati realizzati in questi anni con questo approccio sono il nostro miglior biglietto da visita. Perché le parole sono importanti ma ancora di più i rendimenti reali realizzati in mercati difficili come quelli dell’ultimo decennio.



Sia adottando il “semaforo” (un indicatore che consiglia di chiudere tutte le posizioni in determinate fasi di mercato per chi vuole contenere maggiormente la volatilità) sia per chi vuole operare solo in maniera flessibile (seguendo le nostre indicazioni) e preferisce comunque essere sempre almeno parzialmente investito sui mercati.

Il dibattito sorto intorno alla superiorità delle azioni o delle obbligazioni nel medio lungo periodo è sicuramente interessante ma i nostri clienti non cercano “teorie” ma soprattutto risposte concrete e strategie replicabili da tutti al minor costo.

E mercati come quelli degli ultimi anni dimostrano che le possibilità di svolgere consulenza finanziaria indipendente (come [facciamo soprattutto nei servizi di consulenza più avanzati](#)) senza vendere parole esiste e si ripaga ampiamente il costo rispetto a quanto una gestione “passiva” può costare.

In termini di costi, stress e performance in relazione all’andamento del mercato. E cercando di parlare ai propri clienti e ai risparmiatori senza vendere “fuffa” o obiettivi impossibili da mantenere nel tempo o soluzioni miracolose “facili e sicure”.