

**dott. Roberta Rossi**

consulente finanziario indipendente



LE BUONE AZIONI NON DELUDONO MAI? LA DURA VITA DELL'INVESTITORE CASSETTISTA DOC. (28/07/2011)

“Trenta anni da cassetista mi hanno insegnato a saper attendere. Quando vedo il segno rosso sul conto titoli non mi preoccupo perché la perdita è solo virtuale. Basta aspettare tempi migliori. Vendere in perdita non ha senso. Se uno ha comprato titoli solidi e con buoni fondamentali alla lunga non può perdere. Le buone azioni non deludono mai”.

Ecco in sintesi il “cassetista pensiero”.

Selezionare titoli solidi e tenerli in portafoglio. Per mesi, anni, decenni. Ma c'è cassetista e cassetista. Il più comune è il cassetista “fai da te” che ha in portafoglio e da diversi anni le società a maggior capitalizzazione del listino italiano che lui considera più solide (Enel, Eni, Generali, Intesa Sanpaolo, Telecom Italia, Unicredit). Ha suddiviso idealmente il suo capitale in parti uguali su questi titoli. E li tiene, perché è convinto che alla fine la sua scelta si rivelerà azzeccata. Lui semina, semina, semina, sperando in futuro di raccogliere, raccogliere, raccogliere. Le ceneri o i dobloni d'oro?

Il lungo periodo di un investitore è quello che sarcasticamente descriveva l'economista John M. Keynes dell'oltretomba: “quando saremo tutti morti”?

Il cassetista è fermamente convinto che raccoglierà i dobloni. A differenza di chi segue l'analisi tecnica, che pensa che chi si ferma è perduto. Perché per chi segue l'analisi tecnica e in particolare la teoria del “trend following” (ovvero puntare soprattutto sulle azioni in tendenza) essere cassetista è un suicidio e dell'investimento del cassetista rimarranno le ceneri.

Ma i numeri cosa dicono? Che essere cassetista paga... oppure no? I risultati meritano molte riflessioni.

Chi non vende cassetista è

Il cassetista è un investitore che acquista titoli a scopo di investimento durevole. Non fa la “mosconata”. Compra titoli che gli sembrano sicuri, sottovalutati e soprattutto solidi visto che mira al matrimonio e non all'avventura e li tiene. Per tanto tempo. Sicuro che prima o poi aumenteranno di valore perché il mercato, nella sua “quasi” corralità, si accorgerà di questa sottovalutazione.

Il cassetista tipico punta sui titoli che conosce, quindi più sulle blue chip che sulle small cap. In portafoglio ha soprattutto Eni, Intesa Sanpaolo, Generali, Unicredit, Enel, Fiat e Telecom Italia.

Negli anni passati in realtà ha allargato anche il paniere, dando ascolto ai consigli degli esperti che gli spiegavano dottamente quali altre società sarebbero state i titoli del “futuro”.

Ma questi consigli non si sono rivelati molto azzeccati dato che alcune di queste scommesse “sicure” si sono rivelate dei pozzi senza fondo: Seat Pagine Gialle, Tiscali, Parmalat...

Questi anni di saliscendi dei mercati (-39,4% la performance della Borsa italiana considerando anche i dividendi reinvestiti negli ultimi 4 anni) non hanno in verità spaventato il vero cassetista.

Non ha venduto, a quei titoli crede ancora e non ha fretta. Per cosa poi realizzare una perdita? Le buone azioni non tradiscono mai. Così pensa.

E in effetti, a chi ha saputo attendere un ventennio, qualche soddisfazione l'hanno data le blue chip italiane che detiene il cassetista “fai da te”. Se negli ultimi 4 anni la sua performance è stata pesantemente negativa (-39,41%), a dieci anni vede finalmente il segno più campeggiare sul suo portafoglio (+10,73%).

Anche se tale brillante risultato è più che divorato dall'inflazione. Per cui dopo dieci anni in termini reali ha meno soldi di prima. Ma se raddoppia il suo orizzonte temporale di investimento e lo porta a 20 anni allora le soddisfazioni fioccano e guadagna il 380% che, anche tenendo conto dell'inflazione (pari al 69,51%), lo porta comunque a un rendimento medio annuo del 6%, quasi il doppio rispetto a quanto ha guadagnato chi ha investito nei più tranquilli (almeno 20 anni fa, ora un po' meno) Titoli di Stato italiani.

Certo, ci sono stati anni neri per il cassetista fai da te: oltre al 2008, ci sono stati il 2002 e 2001 dove ha perso il 35% (la bolla dei titoli internet ha stranamente travolto anche le sue blue chip) ma tutto sommato, volatilità a parte, e archiviata più di una notte insonne, ne è uscito più ricco.

Nella tabella che segue abbiamo evidenziato i risultati a 4, 10 e 20 anni del cassetista “fai da te” indicando per ognuno di questi archi temporali le performance che avrebbe ottenuto chi negli ultimi decenni avesse puntato su Enel, Eni, Generali, Intesa Sanpaolo, Telecom Italia e Unicredito (tenendo conto anche dei dividendi distribuiti).

Abbiamo confrontato la performance del cassetista statico e che punta sulle blue chip con quelle ottenute dai portafogli di Borsa Expert che investono su tutte le azioni italiane e non sono sempre investiti in Borsa a prescindere dal contesto di mercato. Abbiamo indicato anche il tasso di inflazione su ogni arco temporale preso in esame, il rendimento dei titoli di stato italiani, e l'indice Comit Performance su Piazza Affari che considera anche i dividendi reinvestiti.

	performance a 4 anni		performance a 10 anni		performance a 20 anni		performance da 1984	
ENEL	-20.89%	-5.69%	60.81%	4.87%	/	/	/	/
ENI	-21.11%	-5.76%	92.06%	6.74%	/	/	/	/
GENERALI	-48.03%	-15.09%	-37.50%	-4.59%	90.67%	0.95%	867.74%	6.28%
INTESA SANPAOLO	-61.60%	-21.28%	-4.99%	-0.51%	343.41%	2.26%	1544.43%	6.24%
TELECOM ITALIA	-46.77%	-14.58%	-54.73%	-7.62%	-26.75%	5.89%	60.55%	3.47%
UNICREDIT	-69.43%	-25.64%	-51.62%	-7.00%	191.14%	2.40%	815.11%	5.52%
PORTAFOGLIO DEL CASSETTISTA (media 6 titoli)	-39.41%	-11.77%	10.73%	1.02%	380.48%	8.16%	1300.65%	9.89%
INDICE COMIT PERFORMANCE (Borsa Italiana)	-38.00%	-11.26%	-3.39%	-0.34%	232.78%	6.20%	1021.70%	9.02%
MEDIA PORTAFOGLI BORSAEXPERT	-5.89%	-1.51%	123.28%	8.36%	/	/	/	/
INFLAZIONE	8.51%	2.06%	22.56%	2.06%	69.51%	2.67%	185.44%	3.82%
TITOLI DI STATO	13.40%	3.19%	42.24%	3.59%	210.77%	5.83%	701.19%	7.72%

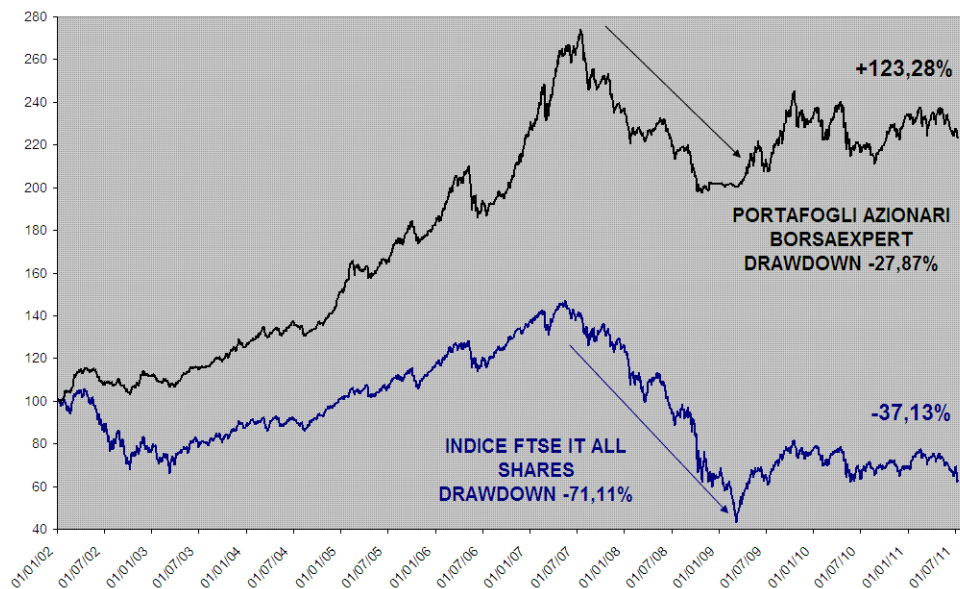
(i rendimenti azionari tengono conto dei dividendi staccati ovvero sono total return. Per costruire questa tabella sono stati utilizzati come fonti l'Istat e i dati degli uffici studi di Banca Intesa, e Mediobanca. In ciascuna colonna viene presentato il rendimento totale nel periodo e a fianco quello su base annua. Per i titoli Enel ed Eni si è tenuto conto della performance solo dalla data di quotazione, successiva al 1984 che è dal 1994 per Eni e dal 1999 per Enel. Analogamente per i portafogli BorsaExpert.it si fa riferimento ai risultati ottenuti a 4 e 10 anni perchè precedentemente non erano stati lanciati)

Come si vede dai risultati ottenuti, sul lunghissimo periodo (20 anni) il cassetista è stato ampiamente ripagato del proprio investimento. Ma questa strategia, considerando orizzonti temporali non certo brevissimi (10 e 4 anni) è stata assolutamente fallimentare.

Quasi un paradosso e uno scherzo del destino: da quando promotori finanziari, banchieri d'affari ed esperti di mezzo mondo hanno convinto i risparmiatori di tutto il mondo (Italia compresa) a puntare sull'azionario, "vendendogli" i rendimenti passati del 7% all'anno, facili da ottenere a costo di avere solo un po' di pazienza, siamo passati nell'ultimo decennio ai rendimenti reali negativi...

Perché in un contesto di mercato ribassista come quello che ha caratterizzato la Borsa Italiana negli ultimi 10 anni, il cassetista "fai da te" ha subito perdite ingentissime. Solo una strategia attiva, come quella seguita da Borsa Expert e da chi adotta un approccio attivo e flessibile, ha permesso di conseguire anche in mercati orientati al ribasso risultati positivi (+123% la performance media dei portafogli di Borsa Expert negli ultimi 10 anni).

A fronte di un rendimento medio netto negativo del cassetista "fai da te", una strategia attiva, che considera oltre all'analisi fondamentale anche l'analisi quantitativa (tramite una gestione delle decisioni di acquisto e di vendita affidata a sistemi di analisi dei prezzi computerizzati) per non andare totalmente contro il mercato, ha permesso ai clienti di BorsaExpert.it e MoneyExpert.it di ottenere in questi anni di alti e bassi un guadagno medio reale netto del 6%. Senza dover aspettare vent'anni e senza troppe notti insonni pur naturalmente collezionando, come qualsiasi strategia, anche falsi segnali, operazioni in perdita e fasi "laterali".



Grazie a una attenta selezione dei titoli su cui investire (non dovendoci limitare alle blue chip del listino come spesso detiene il cassetista “fai da te”) e a una movimentazione attiva del portafoglio che prevede (cosa intollerabile per il cassetista puro) di vendere anche in perdita. Che è sempre più invece il vero “segreto” dell’investitore “sopravvissuto”.

In Borsa, del resto, è più importante il rendimento medio annuale che non la performance sulla singola operazione.

Gli ultimi 10 anni di Borsa hanno evidenziato come la strategia del cassetista “fai da te” sia sempre più rischiosa e esponga il risparmiatore a una volatilità sempre maggiore (anche oltre il 65% del proprio patrimonio!). Essere attendisti ha un prezzo sempre più alto e per molte ragioni.

Non c'è più la Borsa di una volta..

Non sono pochi coloro che sostengono che investire sui titoli con un’ottica di tipo puramente fondamentale (comprare azioni sottovalutate e tenerle in portafoglio finché il mercato non si accorgerà della “svista”) sia sempre più difficile. Per questo nei portafogli di BorsaExpert.it o di MoneyExpert.it, anche su quelli caratterizzati, come il difensivo, da un approccio di tipo fondamentale, la valutazione del contesto di mercato influenza le scelte di investimento sia relativamente ai titoli su cui puntare sia a quanto essere esposti al mercato.

A differenza del cassetista “fai da te” i Clienti di BorsaExpert.it e MoneyExpert.it non hanno sempre in piedi a bagno ovvero non sono sempre completamente investiti.

Adattarsi al contesto è fondamentale. Investire sul titolo giusto in un contesto di mercato sbagliato può costare caro. Con buona pace del cassetista “old style”. Ci sono fasi in cui può essere saggio e proficuo stare a lungo investiti su un titolo ed essere dei cassetisti, altre in cui questa strategia può costare molto cara. E una buona strategia d’investimento è, secondo noi, quella più in grado di adattarsi all’andamento del mercato. Certo sarebbe ancora meglio che il mercato si adattasse al nostro portafoglio ma è forse un po’ presuntuoso e rischioso fondare le scelte d’investimento (e il proprio futuro finanziario) su questo assunto.

Insieme a te non ci sto più

L’analisi fondamentale negli ultimi anni a Piazza Affari vince sempre meno soprattutto se è legata a un approccio statico del tipo: “compro e tengo qualsiasi cosa accada”. Con buona pace del cassetista “fai da te”. Che però è ancora convinto delle sue idee. Anche se il mercato gliela boccia da anni quasi “una per una”.

Ma al risparmiatore tipo più ostinato quello che accade sul mercato importa relativamente. “Ho sempre ragione anche quando ho torto” pensa (purtroppo per lui a vedere l’andamento dei risultati nel tempo) questo tipo di investitore.

Il mercato crolla e i suoi titoli vanno giù a capofitto? Questo tipo di esemplari non vende. E le azioni se le tiene belle strette.

“Se non vendo, non perdo” questo è il credo. Quasi una fede. E c’è un sentimento quasi di superiorità nei confronti di chi (come Borsa Expert) invece chiude le posizioni in perdita perchè l’analisi quantitativa legata a dei trading system (alla portata anche di piccoli risparmiatori senza dover stare attaccati al computer ma con poche operazioni al mese) non parte dall’assunto di aver il 100% delle volte ragione. E non si “innamora” dei titoli.

Nel tempo quello per un buon trading system (che può funzionare efficacemente su azioni e obbligazioni ma anche su fondi azionari o obbligazionari come abbiamo sperimentato sul campo in questi anni) che è importante è fare meglio del mercato: perdere di meno, guadagnare di più. Punto.

Come scrive acutamente Jason Zweig ne “Il piccolo libro che salva i tuoi soldi” (in Italia tradotto e distribuito da CHW Edizioni) è accaduto invece che *“milioni di investitori hanno fatto dipendere dal mercato azionario il futuro delle loro famiglie, molto più di quanto avrebbero dovuto. Non solo: molti di loro hanno saltato il fosso appena prima del maggior crollo dal lontano 2009. Chi nell’ottobre 2007 aveva investito tutto il capitale in azioni nel marzo 2009 si è ritrovato con solo il 40% del valore iniziale. E ora dovrebbe realizzare un guadagno del 150% solo per tornare al punto di partenza”*.

Puoi anche chiudere in perdita il 45% delle operazioni: ma se sul 55% di quelle in utile questo è ampiamente superiore a quelle in perdita tu hai vinto. Punto.

Il cassetista “fai da te” integralista invece non valuta che le sue performance reali sono spesso negative (e in modo pesante) ma arriva a mentire anche a se stesso nel modo più spudorato: “non vendo, non perdo”. Come dire che il mercato ha torto...

Uno degli errori più diffusi descritti nella finanza comportamentale. E che può essere foriero di ulteriori scelte sciagurate. Come per esempio fare media prezzi, continuando a comprare titoli che scendono con l’obiettivo così di tornare più velocemente al punto di pareggio in caso di risalita, incrementando però così esponenzialmente il proprio rischio di portafoglio. Senza avere alcuna strategia se non quella di credere di essere dalla parte della ragione.

Mantenendo perennemente (su un portafoglio titoli o fondi o Etf) la posizione il “cassetista integralista” si illude che la performance sia negativa solo sulla carta. E biasima perfino chi vende. O chi gli dice di vendere. Anche se vanta performance superiori ottenute anche riducendo la propria esposizione dando un occhio al mercato e all’andamento dei titoli, uscendo (anche in perdita) dalle società in forte calo e dove le “brillanti prospettive future” a un certo appaiono meno “brillanti”.

Del resto il cassetista “fai da te” è in buona compagnia. Non fanno così anche le banche e le assicurazioni con posizioni in forte perdita quando le considerano “stabili” partecipazioni? Come il cassetista “fai da te” nemmeno loro amano confrontarsi con i mercati. Li considerano investimenti di lungo periodo e li mettono in bilancio in base al prezzo di carico. E non è proprio il lungo periodo quello a cui punta il cassetista? Ma nel mondo reale (in cui non vivono né le banche né i cassetisti) gli investimenti sbagliati purtroppo si pagano.

La De Agostini, che nel 2005 ha comprato le Generali per diversificare il proprio business su qualcosa di “solido”, ha dovuto svalutare in queste settimane la sua partecipazione per 404 milioni di euro. Il titolo a Novara ce l’hanno in carico a 24 euro e ora ne vale meno di 14. Se fossero stati una banca o un cassetista avrebbero forse potuto continuare a valutarlo al prezzo di carico essendo un investimento di lungo periodo e una partecipazione “strategica” (così si dice).

Vivendo nel mondo reale hanno dovuto svalutare. Del resto che senso ha pensare che una cosa valga quanto l’abbiamo pagata? Non sarebbe più realistico pensare che vale quello che gli altri siano disposti a pagarla? O ci

siamo trasformati tutti in collezionisti? E' il mercato, bellezza. E non sempre c'è l'happy end. Molte società italiane quotano sotto al valore di libro, uno degli indicatori che seguono di più gli analisti fondamentali. Unicredit, Sanpaolo, Monte Paschi quotano tutte sotto il valore di libro.

Le colleghe straniere sono più apprezzate e quotano a multipli migliori. Ergo le nostre banche sono sottovalutate secondo questa corrente di pensiero. Quindi secondo il cassetista e l'investitore "value" sono da comprare. Simili ragionamento si può fare guardando gli utili generati da una società e la generazione di cassa prevista. Perché uno dei parametri pilastro dell'analisi fondamentale dice che se i multipli di un'azienda sono più sacrificati di quelli di un'altra la società quota a sconto e quindi è da comprare perché prima o poi il mercato si accorgerà che questo titolo è sottovalutato. Ora fino a diversi anni fa tutto questo era abbastanza vero. E il futuro sembrava più prevedibile. Ma negli ultimi anni lo è sempre meno.

Delle sviste, soprattutto se riguardano società italiane, il mercato si accorge sempre meno. Un caso da manuale, ricorda Paolo Sasseti, analista finanziario fondamentale, è quello di Caltagirone Editore che dal 2007 quota meno della liquidità che ha in pancia. Al mercato non interessa: il titolo nel 2008 ha iniziato a scendere. E trascorsi tre anni di questa discesa non si intravede la fine. Stessa storia per Italcementi. Titolo sottovalutato in base ai fondamentali ma sotto di oltre il 70% negli ultimi quattro anni. Per non parlare di El.En., società che se fosse quotata sul Nasdaq forse varrebbe tre volte i prezzi attuali ma che invece ai prezzi attuali (escludendo la controllata Cynosure) vale poco più di 2 volte l'ebitda, 8 volte gli utili previsti e con una previsione positiva di crescita degli utili. Risultato? Il titolo è quasi ai minimi storici e negli ultimi 4 anni ha perso il 66% del proprio valore. E non c'è certo la fila di compratori a vedere i quantitativi scambiati...

L'etf sui fondamentali, altra delusione

Sulla Borsa Italiana è quotato un Etf (il FTSE RAFI Italy 30 codice isin IE00B23LNP94) che seleziona le 30 società italiane che mostrano i più alti valori di quattro indicatori fondamentali: vendite, flussi di cassa, dividendi e patrimonio netto. Il peso di ciascuna componente è proporzionale ai valori fondamentali, tenuto conto del flottante. Eni, Unicredit, Enel, Telecom rappresentano oltre il 50% del portafoglio. Dal 19 marzo 2008 questo Etf value ha perso il 40% del proprio valore.

Certo, due anni non sono moltissimi per un cassetista. Ma quanti hanno il fegato di sopportare tali oscillazioni di mercato? "Quando vendo il verde è d'obbligo" è un'altra delle affermazioni clou dei cassetisti. Che se vedono il segno rosso davanti non vendono.

Chi ha ragione? Secondo noi il mercato. Anche quando ha torto. E per questo motivo crediamo che anche il cassetista doc, rileggendo quello che è accaduto in questi anni e quello che dicono le tabelle e le performance (e non le speranze) dovrebbe metterselo in testa. Andare contro il mercato può costare tantissimo. Altro che far dormire sonni tranquilli. Meglio uscire con una piccola perdita che non aspettare fino a che diventi gigantesca.

Per questo motivo da molti anni nei nostri portafogli abbiamo deciso (anche quelli più ispirati all'analisi fondamentale) che non esistono "scelte per sempre".

Solo un approccio flessibile e attivo ti può salvare (in Italia come all'estero) da forti terremoti borsistici e per questo proponiamo tale approccio. Per investire sull'Italia come all'estero tramite titoli, fondi o Etf. E anche sempre più nell'obbligazionario.

E nel tempo (anni non decenni o intere vite) questo approccio ha dimostrato di ottenere risultati significativamente migliori di uno statico: +123,8% la performance media dei portafogli di Borsa Expert che investono sulla Borsa Italiana contro il +10,73% di cui si è dovuto accontentare il cassetista. Che considerando l'inflazione dell'ultimo decennio (22,56%) si è parecchio impoverito.

Ci sono certo stati anche per BorsaExpert.it e MoneyExpert.it anni negativi (e questo potrebbe essere uno di quelli dato che negli ultimi 12 mesi i mercati hanno cambiato molte volte tendenza e pochissimi sono stati i veri temi forti al rialzo) ma nel tempo questo è, secondo noi, l'unico sistema (facile e alla portata di tutti come cerchiamo di fare con la nostra consulenza) per non farsi "tosare" dal mercato e anzi per riuscire a ottenere risultati migliori. A patto di saper vendere anche in perdita, movimentare (senza esagerare) il proprio portafoglio ed essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte.

Così è (se vi pare).