



INTERVISTA | Marco Palacino | Bny Mellon

# Dai dividendi l'80% dei ritorni azionari

«L' esempio del Giappone è illuminante: rischiamo un decennio laterale, come accaduto a Tokyo, rimasto piatto mentre le altre Borse salivano. I portafogli dei giapponesi crescevano però perché investivano in maniera internazionale e grazie alle società del Nikkei che esportavano più delle altre. Il problema è quando tutto il mondo non cresce: il rischio c'è. Al momento la crescita è a macchia di leopardo».

**Chi sono i winner in un mercato bearish?**  
In caso di recessione in Italia o in Europa, anche più severa della presente, è utile guardare a società internazionali e multinazionali, in particolare quelle presenti nei mercati che mostrano tassi di crescita superiori alla media: basti pensare ad Eni, ma non solo.

**Anche il 2012 sarà difficile**  
**La ripresa? Nella seconda metà**

**Fuori nomi e settori...**  
Partiamo dal turismo. Le classi medie dei paesi emergenti continuano ad aumentare: Roma e Venezia, oltre a Parigi, sono mete obbligate per loro. Anche in epoca di crisi catene alberghiere, villaggi turistici e crociere avranno delle chances. Siamo assistendo a un ricambio di nazionalità di provenienza del turismo estero: apparirà paradossale, ma per decine di milioni di indiani o cinesi il food italiano rappresenta un upgrade del loro stile alimentare.

**L'italian style, insomma. Cos'altro?**

Il lusso è un settore chiave che mostra di resistere bene alla crisi: quest'anno la Ferrarri farà il picco di vendita, Prada e Ferragamo sono quotati e hanno fondamentali solidi. Ma si pensi anche all'occhialeria, con Marcolin e Luxottica, che hanno sofferto del clima ma negativo di questi ultimi mesi, ma hanno le carte in regola per recuperare; il settore d'altronde fattura circa 3,3 miliardi di euro l'anno ed è leader mondiale. L'industria manifatturiera sta vivendo un anno difficile, ma è lecito pensare che chi ha una dimensione internazionale potrà ottenere buoni risultati.

**E gli anticiclici? I difensivi? Bisogna intendersi: Enel per esempio sconta ancora il costo dell'acquisizione di En-**

desa, ma il suo cash flow dovrebbe rimanere sostenuto anche in caso di recessione in quanto almeno i consumi energetici domestici dovrebbero tenere, a fronte di una diminuzione di quelli industriali. Sono appetibili i titoli difensivi ma è importante che siano poco indebitati e con un fatturato internazionale.

**Certo che mentre gli Stati sovrani distribuiscono anche a breve cedole superiori al 6% è difficile sostenere il primato dell'equity sui titoli di debito. È la fine dell'equity premium?**

Non credo. Almeno se si analizzano i dati nella loro completezza: è vero che è nell'ultimo decennio il mercato azionario è stato battuto dai bond, ma bisogna considerare due elementi: oltre al capital gain bisogna considerare l'apporto dei dividendi, che in an-

ni di crisi rappresenta l'80% del total return azionario. È il tema dell'high yield income, uno stile di gestione in cui il gestore seleziona le società che distribuiscono dividendi superiori all'indice o al peer group cui appartiene. L'equity premium oggi è sostenuto dai dividendi, in attesa di tornare a guadagnare tramite il capital gain. Spesso questa strategia si combina con quella *market neutral* dei gestori alternativi, in cui parallelamente a posizioni lunghe sui titoli ad alti dividendi ci si mette corti su indici o su diretti concorrenti.

**Fino a quando andranno giù le Borse?**

Fare previsioni è davvero difficile. A livello macro il 2012 sarà difficile per mercati azionari europei. Forse a fine 2012 ci sarà ripresa che partirà dagli Usa e da alcuni paesi emergenti. L'anno in corso per molti è ormai finito e anche i volumi stanno diventando più sottili. Da maneggiare con cura.

Ma.I.C.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Marco Palacino è il Country Manager di Bny Mellon Am

*dopo molti anni e' utile rivedere quello  
che e' successo nel 2008 - - - -*

## Raccolta sulla " crisi "

### **Aziende :**

utili stimati -3,5% - 4% . Molto contenuti. Previsti utili in crescita nel 4°trim 2008.

### **Borse :**

crisi petrolifera 1973 -40% rimbalzo +191%

crisi 2000 -46% " +155%

Il mercato doveva scendere max del 15-20% .Le stime non servono a niente , troppi dati , troppa speculazione .

### **Governi :**

concordano sull'obiettivo , non sugli strumenti.

### **Mercato :**

ha un 25-30% incorporato.

Es. delle notizie e del mercato :

Eni denuncia +37% utile netto ma scende in Borsa nello stesso giorno del -2% !!!

I grandi venditori si sono fermati ( hanno avuto liquidità dai Governi) ed aspettano che le quotazioni risalgono un po' di più .

### **Subprime :**

saranno il più grande affare del secolo. 10% di default per il 90% solido. Acquisto tutto a prezzo iperscontato !!!!

### **Fiducia :**

è più che altro questa la crisi .

Gli indici non sono previsioni in quanto inquadrano la situazione del presente.

### **Crisi finanziarie :**

ne abbiamo avute 113 solo 20 hanno aperto delle recessioni .

### **Prometeia :**

ripresa dall'anno prossimo ( fine 2009 )

I buoni affari in borsa come ai grandi magazzini si fanno in tempo di crisi

10 buone ragioni per anticipare la ripresa :

-petrolio-benzina : grosso calo da luglio ad oggi;

-borsa : occasioni ma prudenza;

-risparmiatori : aiuti alle famiglie ed ai pensionati;

-automobili : listini fermi e grandi promozioni;

-abbigliamento : saldi anticipati;

-hi tech : i grandi ribassi;

-valute : euro più debole maggior export;

-paesi emergenti : export più favorito;

-casa : il mattone cala i mutui pure ;

-tassi giù : migliori occasioni per finanziarsi .

Grossi investimenti da parte degli Stati , interventi diretti ed indiretti verso l'economia reale :

### **Prezzo :**

dai prezzi di borsa hanno previsto una grave recessione, diminuzione degli utili aziendali dal 20 al 30% .

### **Mercati difficili :**

per chi non sa  
opportunità per chi sa  
paura = non conoscenza  
In Italia circa 1000 mld di euro in liquidità !  
Parcheggiata come ?  
A che tassi ?  
Ed in futuro ?

Prodotto :  
prodotto (simmetria) = utilizzo  
intolleranza al rischio , capacità (asimmetria) = conoscenza e protezione

Guardare agli aspetti fisici evidenti è più facile rispetto a quelli psicologici ( i più importanti).  
Soluzione : “la piramide della tranquillità” , “l'arca” .  
La creatività è conseguenza della logica.  
Nel '600 la moneta era mezzo di scambio oggi è merce.E'iniziato nel '600 il capovolgimento del mondo .

Il bilancio della azienda familiare :  
è bene che le famiglie si regolino come :  
-IASB ( regolatore internazionale)  
-Consob  
-Commissione Europea  
-ISVAP  
ecc...

tutti hanno adottato e fatto adottare a Banche , Società , ecc.. le loro attività al 30.6.2008 invece che al minor valore corrente espresso dai mercati finanziari che in questa crisi sono ritenuti scarsamente rappresentativi dei fondamentali dell'investimento .

Volatilità A e Volatilità B :

“un buon affare non viene cancellato da un affare migliore “  
un buon affare più un affare migliore sono due positività .  
Ho paura !!! soluzione : indossare la corazza protettiva delle conoscenze .  
Si dice : “fra paura di perdere e la speranza di guadagno c'è di mezzo il coraggio”. Noi diciamo invece che c'è di mezzo la conoscenza .  
Come dice Don Abbondio : “un individuo il coraggio non può darselo” mentre un individuo la conoscenza può acquisirla interagendo con un consulente .  
La nostra missione consiste nell'essere portatore di conoscenza .

La leva :  
il ribasso è una leva che moltiplica i guadagni .  
Se un prezzo scende da 100 a 50 il ribasso è il 50% .Quando ritorna a 100 il rialzo non è del 50% ma bensì del 100% !!!!! Legge fisica : una molla più viene compressa più scatta poi .

Anticipare :  
le borse anticipano sempre . Sia i ribassi , che i rialzi . Tenersi pronti gli stimoli stanno partendo oggi non ieri .

# DUE DATI

---

Negli anni 30 il PIL degli Stati Uniti

si contrasse del **50%**

e la disoccupazione salì al **25%**.

Ripetiamo, il PIL scese a -50%.

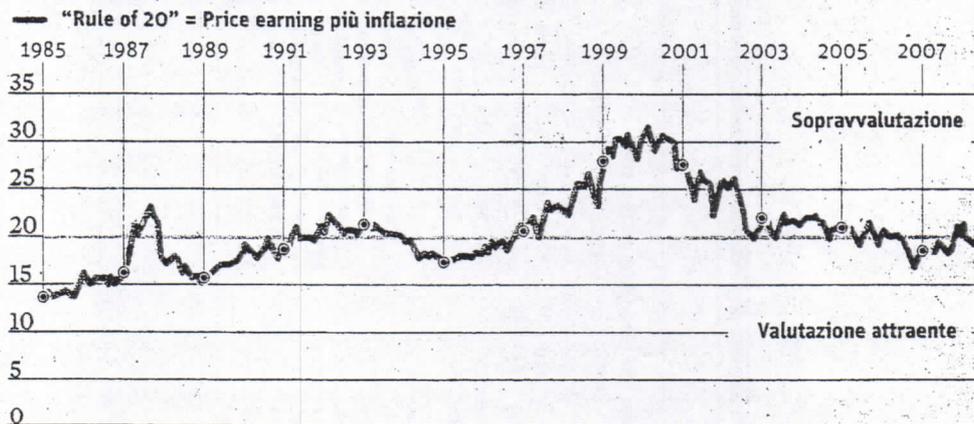
*Ora si parla di riduzione del PIL  
in percentuali molto contenute,  
e ciò a fronte di provvedimenti giganteschi  
messi in moto solo da qualche giorno,  
i cui effetti si faranno inevitabilmente sentire.*

*There are always reasons not to invest...*

1934 • Depression	1957 • Russia launches Sputnik	1978 • Interest rates rise
1935 • Spanish Civil War	1958 • Recession	1979 • Oil prices skyrocket
1936 • Economy still struggling	1959 • Castro seizes power in Cuba	1980 • Interest rates at all-time high
1937 • Recession	1960 • Russia downs U-2 plane	1981 • Steep recession begins
1938 • War clouds gather	1961 • Berlin Wall erected	1982 • Worst recession in 40 years
1939 • War in Europe	1962 • Cuban Missile Crisis	1983 • Market hits new highs
1940 • France falls	1963 • President Kennedy assassinated	1984 • Record federal deficits
1941 • Pearl Harbor	1964 • Gulf of Tonkin	1985 • Economic growth slows
1942 • Wartime price controls	1965 • Civil rights marches	1986 • DJIA nears 2000
1943 • Industry mobilizes	1966 • Vietnam War escalates	1987 • Record-setting market decline
1944 • Consumer goods shortages	1967 • Newark race riots	1988 • Election year
1945 • Post-war recession predicted	1968 • USS Pueblo seized	1989 • October "Mini-Crash"
1946 • DJIA tops 200 – market too high	1969 • Money tightens – market falls	1990 • Persian Gulf crisis
1947 • Cold War begins	1970 • Cambodia invaded – Vietnam War spreads	1991 • Soviet Union collapses
1948 • Berlin blockade	1971 • Wage price freeze	1992 • NAFTA passes Congress
1949 • Russia explodes A-bomb	1972 • Largest U.S. trade deficit ever	1993 • 1st Democrat in White House in 12 years
1950 • Korean War	1973 • Energy crisis	1994 • One of the worst years on record for bonds
1951 • Excess Profits Tax	1974 • Steepest market drop in four decades	1995 • DJIA breaks 5000 – market too high
1952 • U.S. seizes steel mills	1975 • Clouded economic prospects	1996 • 1st Democrat re-elected to White House since FDR
1953 • Russia explodes H-bomb	1976 • Economic recovery slows	
1954 • DJIA tops 300 – market too high	1977 • Market slumps	
1955 • President Eisenhower illness		
1956 • Suez crises		

## Wall Street, il prezzo è giusto

La "rule of 20", l'indice costruito sommando il P/e dell'S&P 500 con il tasso di inflazione americana, dal 1985 a oggi. Un valore superiore a 20 indica un mercato sopravvalutato, inferiore a 20 un mercato sottovalutato e pari a 20 un mercato correttamente valutato



Fonte: ClaridenLeu



## Le azioni battono il mattone

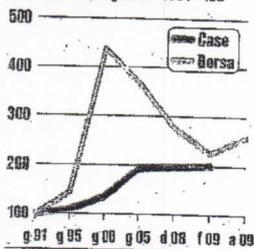
Allora, il mattone è sempre il miglior investimento? In questi tempi di prezzi traballanti delle case, vale la pena sottoporre a un test questa audace affermazione. Un test che è sempre difficile, dato che le statistiche sui prezzi delle case non sono egualmente attendibili in tutti i Paesi: c'è molta più uniformità e qualità nelle statistiche su altre fattezze dell'economia (dalla produzione industriale ai prezzi di beni e servizi) che sui prezzi delle abitazioni.

Negli Usa negli ultimi anni è stato fatto un grande sforzo per costruire indici attendibili ed è possibile fare un semplice confronto fra l'andamento dei primi e quello dei prezzi di Borsa (una comune alternativa all'investimento in mattoni).

Un simile confronto si deve sviluppare lungo un tempo abbastanza lungo, dato che si confrontano qui due investimenti che guardano lontano; la distanza nel tempo è importante anche per evitare di

### Usa - case e Borsa

Indice Ofheo dei prezzi delle case e S&P500. Base gennaio 1991=100



essere invischiati da strappi o bolle di breve periodo nei due mercati. Il grafico parte dal 1991 - diciotto anni fa - e copre quindi un periodo che ha visto sia quella bolla azionaria che è poi scoppiata all'inizio di questo decennio, sia la lunga bolla immobiliare che è durata fino a due anni fa.

Ebbene, il mattone non esce bene da questo confronto, se si guarda al risultato finale. I dati delle case sono fermi a febbraio e il confronto con i prezzi di Borsa dà il vantaggio a questi ultimi. Certo, un investitore che voglia dormire sonni tranquilli avrebbe forse preferito il mattone, per evitare le "montagne russe" del listino. E le case forniscono anche "servizi abitativi" che sono probabilmente più attraenti dei dividendi azionari.

Ma il vantaggio dell'investimento azionario permane anche spingendo lo sguardo più in là nel tempo. Le statistiche Ofheo sui prezzi delle case Usa partono dal 1975, e il confronto con le azioni darebbe a queste ultime un vantaggio ancora più grosso.

## I VOSTRI SOLDI IN GESTIONE

## Borse, prevedere si può

di Oliviero Lenci e Silvio Olivero\*

La crisi bancaria e la recessione che ne sta derivando hanno avuto effetti molto gravi sui mercati azionari internazionali: fra l'ottobre 2007 e l'ottobre 2008, l'indice Msci world ha ceduto il 50%, calo che negli ultimi 40 anni risulta paragonabile solo a quello osservato dopo la bolla speculativa del 2000. Le storicistiche degli ultimi 40 anni dicono anche che, in quattro casi su cinque, agli affondi dell'indice azionario mondiale sono seguiti 10 anni di crescita dei prezzi eccezionalmente superiore alla media.

Queste osservazioni trovano supporto in alcune analisi compiute sul mercato azionario americano, il cui rapporto prezzo/utigli (p/e) tende da oltre un secolo a oscillare attorno alla propria media storica seguendo un andamento schematizzato nel grafico in pagina. Considerato che un mercato efficiente dovrebbe anticipare le espansioni e le riduzioni degli utili attraverso coerenti movimenti dei prezzi, il ritorno del p/e sulla propria media dovrebbe essere pilotato dal denominatore, cioè dagli utili. In pratica, un p/e elevato (esemplificato al punto A del grafico), giustificato da attese di forte crescita degli utili, dovrebbe ritornare sulla media, cioè al punto B, grazie alla realizzazione di

tali attese. Analogamente, un rapporto p/e particolarmente basso (punto C), espressione di pessimismo in merito agli utili futuri, dovrebbe risalire verso il punto D grazie alla riduzione dei profitti. Stupisce quindi che dal 1881 a oggi il ritorno del p/e dell'indice S&P 500 sul proprio valore medio sia stato governato dal prezzo e non dall'utile: questo è dovuto al fatto che i massimi del p/e non hanno quasi mai anticipato fasi di straordinaria crescita degli utili, ma si sono a posteriori rivelati momenti di euforia irrazionale, mentre

il mercato azionario. Utilizzando l'ey possiamo rispondere a una domanda che di questi tempi ricorre spesso: ai livelli di prezzo attuali si configura già l'opportunità di cogliere rendimenti di lungo termine superiori alla media?

Rispondiamo con riferimento al mercato azionario americano e a quello dell'area euro, calcolando l'ey secondo la modalità suggerita da un'autorevole letteratura, consistente nel rapportare l'utile medio degli ultimi 10 anni al prezzo corrente.

Il risultato è estremamente incoraggiante per la zona euro, dove un ey superiore al 9%, sopravanza largamente il rendimento medio annuo reale storico, inferiore al 4%, dei mercati azionari dei Paesi che oggi adottano la moneta unica. Su tali mercati sembrerebbero quindi già esistere i presupposti per una lunga fase di rendimenti futuri superiori alla media, il che non implica necessariamente che le turbolenze su questi listini siano finite.

Diversa la situazione negli Usa, dove oggi l'ey eguaglia il rendimento medio storico:

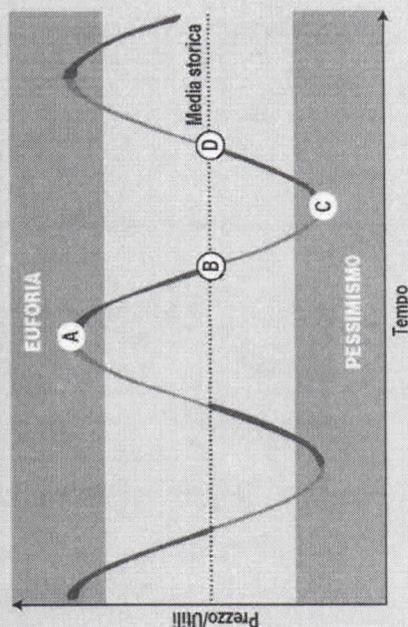
il calo dei prezzi azionari, in questo caso, non è stato sufficiente a porre i presupposti per un lungo periodo prospettico di sovrarendimenti, ma ha comunque sanato lo squilibrio riscontrabile fra rendimento atteso e rendimento storico che si protraveva da circa 20 anni su questo mercato.

In altri termini, in Europa le borse sono entrate in una fase di eccessivo pessimismo, mentre negli Usa si è finalmente conclusa la stagione dell'euforia irrazionale.

Concludiamo con alcune riflessioni sulla recessione, oramai avviata in molte aree del pianeta e che si prevede sarà una delle più severe del dopoguerra. Quanto di questo evento risulta già incorporato nei prezzi? A nostro giudizio molto: basti pensare che le attuali quotazioni di borsa dell'indice S&P 500 scontano un calo dei profitti per le società pari a quasi il 60%, mentre ammonta a più del 40% il ridimensionamento degli utili incorporato dall'indice DJEuroStoxx600. Sono infatti necessarie queste decurtazioni nei profitti futuri per giustificare, attraverso il Residual income model, modelli di analisi fondamentale, i livelli di prezzo raggiunti dai due indici. (riproduzione riservata)

\* presidente e responsabile dell'ufficio studi di Cellino e associati sim

## IL RAPPORTO PREZZO/UTILI OSCILLA SULLA MEDIA STORICA



**BORSE** La caduta dei listini si spiega anche con un eccessivo pessimismo. Ma da un'analisi emerge che le quotazioni tendono a tornare verso un valore medio in rapporto agli utili. Che significa una potenzialità di rialzo del 30%

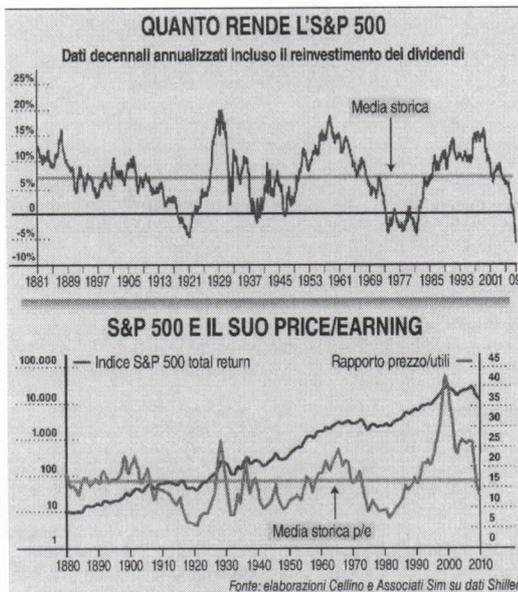
di **Oliviero Lenci**  
e **Silvio Olivero\***

**N**onostante l'idea contrasti con l'ortodossia accademica dell'efficienza del mercato, sono ormai molti gli studiosi che ritengono che i prezzi dei titoli azionari alternino fasi di opposte esagerazioni. Sulla base di questa ipotesi, non sempre il mercato azionario esprimerebbe prezzi giustificati dai fondamentali. Spesso infatti i corsi dei titoli risentirebbero, oltre che dei fondamentali, anche degli eccessi di ottimismo e pessimismo da cui gli investitori sono periodicamente afflitti. La curiosità dei ricercatori sembra però più attratta dagli eccessi di euforia che da quelli di pessimismo: sono state infatti scritte molte pagine sull'«euforia finanziaria», mentre assai meno spazio è stato dedicato a descrivere le fasi di mercato depresso. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che gli economisti considerano più pericolose, e quindi degne di maggiore attenzione, le fasi di esuberanza irrazionale rispetto a quelle di pessimismo esasperato. Ma poiché il nostro giudizio i listini hanno raggiunto livelli di valutazione giustificabili solo con una profonda sfiducia, ci sembra opportuno svolgere qualche considerazione sugli atteggiamenti tipicamente as-

sunti dagli investitori durante gli eccessi dei mercati azionari.

**Esiste una simmetria** tra l'euforia e il pessimismo del mercato: in entrambi i casi, quando i modelli interpretativi convenzionali non sono più in grado di spiegare ciò che sta accadendo, si fanno strada ipotesi estreme che, negando la validità delle «vecchie teorie», ne introducono di nuove, in grado di giustificare gli eventi. Tutti ricordano la «nuova era» che attendeva il mondo verso la fine degli anni '90: la rivoluzione tecnologica avrebbe eliminato i cicli economici, l'inflazione e tutti gli altri rischi cui normalmente sono esposti gli investitori. Tutto ciò incentivava l'acquisto di azioni a prezzi crescenti poiché i rendimenti attesi di lungo periodo si giustificavano con la scomparsa dei rischi. Fino a quel punto i modelli convenzionali erano in grado di spiegare il comportamento del mercato, a patto che si convenisse che le azioni erano ormai da considerare titoli a bassissimo rischio. La vera esage-

## Quella sfiducia senza fondo



razione arrivò quando i prezzi dei titoli azionari raggiunsero livelli così elevati da offrire agli investitori rendimenti prospettici praticamente nulli. Poiché i rendimenti dei titoli di Stato, considerati convenzionalmente privi di rischio, erano a quel punto significativamente superiori a quelli azionari, ne derivò che il premio per il rischio, cioè la differenza tra il rendimento atteso delle attività rischiose e quello delle attività prive di rischio, era diventato negativo. L'analisi finanziaria tradizionale a quel punto non poteva più giustificare quei prezzi, a meno di voler sostenere che le azioni erano meno rischiose delle obbligazioni. Tale ipotesi apparve improbabile anche ai più ottimisti: si andò così a scovare un modello, fondato sulle opzioni reali, che i manuali indicavano come adatto nella valutazione delle aziende in grave crisi. Tale modello venne imposto come nuovo paradigma per spiegare i prezzi di gran parte delle società quotate e in particolare di quelle legate a internet.

A un certo punto però nel mercato iniziò a insinuarsi il dubbio che i nuovi paradigmi potessero essere solo pretestuose elaborazioni intellettuali atte a giustificare livelli di prezzo insostenibili: si riesumarono allora le vecchie, sane e consolidate regole della valutazione finanziaria e i prezzi arretrarono pesantemente con grave danno per i risparmiatori incauti, che pagarono care quelle facili illusioni. Se in corrispondenza dei picchi dell'euforia gli investitori intravedono la «nuova era», negli abissi del pessimismo temono la fine del sistema. Non è un caso che certi autori vengano rispolverati in queste circostanze e, tra questi, parlando di fine del capitalismo, un ruolo centrale è quello di Carlo Marx. Recentemente un autorevole economista ha evidenziato come un passo de *Il Capitale*, in cui è previsto il fallimento delle banche a causa dei debiti dei lavoratori, sia oggi giorno assai utilizzato per dimostrare come l'attuale crisi stia preannunciando la fine del capitalismo. È probabile, oltre che auspicabile, che in futuro questi timori susciteranno in noi le stesse perplessità dei maldestri tentativi di giustificare i massimi della bolla speculativa del 2000. Riteniamo dunque che il mercato stia sprofondando in un eccesso di pessimismo: le prove, oltre che nel ritorno in auge di certa filosofia tedesca, sono ben visibili nei prezzi delle azioni.

### La sorpresa si chiama turbo-Ansaldo Sts

**S**uperati gli obiettivi presentati al mercato in occasione dell'ipo e inserita in un comparto che non ha sofferto della crisi e che è previsto in crescita anche per i prossimi anni, Ansaldo Sts nei giorni passati ha toccato il suo massimo storico a Piazza Affari (11,28 euro il 19 marzo). In un anno le azioni Ansaldo Sts hanno comunque messo a segno un rialzo del 33,2%, contro un indice Mibtel in calo del 47,59%. Il picco è stato raggiunto qualche giorno dopo la presentazione dei dati di bilancio 2008 e delle previsioni per il 2009. Per il 2009 Ansaldo Sts stima ricavi tra 1,1 e 1,18 miliardi, ebit tra 118 e 125 milioni e nuovi ordini tra 1,3 e 1,5 miliardi, previsioni considerate fin troppo conservative da alcuni analisti. Dopo la presentazione dei dati Unicredit ha confermato il giudizio hold, portando il target price da 9,7 a 10,4 euro, Intesa Sanpaolo ha confermato add, alzando il prezzo obiettivo da 11 a 12 euro. Non hanno modificato giudizi e target price Banca Leonardo, che ha confermato buy e prezzo obiettivo a 10,9 euro, Intermonte, outperform a 12,5 euro, Chevreux, selected list a 12 euro, e Mediobanca, neutral a 11 euro. A suggellare anche formalmente il nuovo status di Ansaldo a Piazza Affari, dal 20 marzo il titolo è stato inserito nell'S&P/Mib, anche se almeno per ora rimarrà sullo Star. Tra le ragioni indicate dagli analisti per giustificare la buona performance del titolo anche le mire

di crescita per linee esterne, tracciate dall'amministratore delegato Sergio De Luca in occasione della presentazione della guidance 2009. L'idea è di portare a termine tra le quattro e le sei acquisizioni nei prossimi quattro anni, mirando a piccole aziende, posizionate in mercati strategici, potendo contare su munizioni per circa 300 milioni di euro. Infine, una mano alle quotazioni di Ansaldo l'ha data probabilmente anche la sfilza di commesse annunciate dall'inizio dell'anno, in particolare quella da 220 milioni per la metropolitana di Taipei, che al di là dell'importo, è una dimostrazione del buon posizionamento del gruppo nei Paesi emergenti, dove è previsto che il settore registri la crescita maggiore nei prossimi anni. A tal proposito va ricordato che il comparto dei sistemi di trasporto ferroviario è stimato in crescita del 10% l'anno fino al 12% e quello del segnalamento tra il 4 e il 6%. Inoltre, il settore ferroviario nel suo complesso, e quindi anche Ansaldo Sts, potrebbe giovare dai piani di stimolo all'economia messi in piedi dai governi di mezzo mondo per combattere la crisi, in particolare attraverso il rilancio delle opere infrastrutturali. In Italia, ad esempio, i 2,7 miliardi previsti per la Milano-Genova, Milano-Venezia. (riproduzione riservata)

Luisa Leone

Occorre prima di tutto notare che purtroppo la simmetria tra euforia e pessimismo viene meno nella differente misurabilità dei due fenomeni. Esiste infatti un limite logico alla crescita dei prezzi delle azioni: tale limite è quello oltre il quale il

premio per il rischio diventa negativo. Sfortunatamente non esiste un analogo confine al cui superamento il pessimismo possa essere definito oggettivamente eccessivo. I prezzi delle azioni possono diminuire incessantemente, come è accaduto

fino a oggi, e i loro rendimenti attesi esprimere premi per il rischio via via crescenti, ma ciò non violerà mai nessun limite logico.

**Per comprendere** l'anomalia delle attuali quotazioni può venire in

soccorso la tendenza secolare di alcune variabili finanziarie a oscillare attorno a una media. Tra queste, due casi emblematici sono rappresentati dai rendimenti di lungo termine dell'indice S&P500 della borsa americana e dal suo rapporto prezzo/utili. Da quasi 130 anni tale rapporto, che oggi vale poco più di 12, oscilla attorno alla propria media di lungo periodo, pari a circa 16. E del tutto naturale che anche questa volta il multiplo debba

ritornare verso tale valore medio. La storia insegna che il movimento normalmente avviene per effetto della crescita dei prezzi, che quindi dovrebbero avanzare di oltre il 30% solo per ritornare in una condizione «normale». Ciò che non sappiamo è se tale movimento avverrà a partire dagli attuali livelli o se il mercato, prima di ritornare nella norma, sperimenterà gradi di pessimismo ancora più profondi. Tutto questo a patto che l'economia americana continui a comportarsi come ha fatto negli ultimi 130 anni: cosa assai probabile, a meno che non avesse ragione un certo filosofo-economista tedesco. (riproduzione riservata)

\* presidente Cellino e Associati sim e responsabile ufficio studi

di **Oliviero Lenci**  
e **Silvio Olivero\***

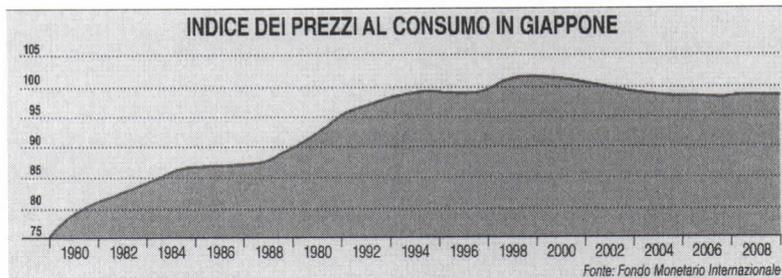
**D**eflazione. Il vero spauracchio per l'economia mondiale è per la verità un concetto molto facile da definire: si tratta di una diminuzione del livello generale dei prezzi, ossia l'opposto dell'inflazione. All'apparenza sembra tutto molto chiaro e immediato, ma ragionare di deflazione è un po' come guardare tutto attraverso uno specchio: improvvisamente ciò che sembrava banale diventa complicato. Al pari delle immagini riflesse, la deflazione è il capovolgimento del mondo. Almeno di quello con cui siamo abituati a confrontarci. La condizione normale dell'economia sconta infatti uno scenario di inflazione ed è quindi con prezzi in aumento che tutti noi siamo abituati a effettuare i nostri calcoli di asset allocation e di portafoglio. Già negli ultimi mesi, complice il crollo dei consumi e la frenata delle materie prime, i prezzi si sono congelati e la stessa Bce ha dovuto prenderne atto avviando finalmente la politica espansiva culminata la settimana scorsa con la discesa dei tassi al 2%. E i primi segnali che vengono dal 2009 non sono per nulla incoraggianti e dipingono una fase recessiva forse più pesante e lunga delle previsioni iniziali.

**Per capire i rischi** e le eventuali opportunità di investimento che un periodo di deflazione può determinare dal punto di vista degli investimenti in borsa occorre fare una premessa di scuola. Conoscere a priori il rendimento reale di un investimento è piuttosto confortante per il risparmiatore che potrà così dormire sonni tranquilli, sapendo che il proprio capitale, oltre a mantenere intatto il potere di acquisto iniziale, gli offrirà un ulteriore reddito. Diversamente, conoscere a priori il rendimento nominale del proprio investimento è meno rassicurante, poiché si vivrà nel timore che questo non basti a controbilanciare l'inflazione e che il proprio capitale venga dunque eroso. Con la deflazione questo principio di base si inverte: la deflazione rassicura i possessori di attività nominali, il cui potere di acquisto cresce grazie alla discesa dei prezzi, mentre detenere attività reali diviene estremamente rischioso, poiché queste tenderanno a perdere valore.

In tempi normali, uno dei principali vantaggi dell'investimento azionario ed il vero motivo per cui ogni investitore dovrebbe detenere, entro i limiti imposti dal proprio profilo di rischio e dal proprio orizzonte temporale, una quota di azioni nel proprio portafoglio è che queste, a differenza delle obbligazioni, offrono propri rendimenti reali. Questa tesi basilare rischia di perdere

**LO SPAURACCHIO** Recessione e gelata dei prezzi sono una mazzata per le borse perché rendono meno certo il rendimento reale dell'investimento. L'esperienza giapponese suggerisce di puntare sulle blue chip value e sul settore healthcare

## Chi sta a galla in deflazione



### LA RADIOGRAFIA DEL LISTINO DI TOKYO DAL 1995 AL 2008

Performance dei principali indici Msci del mercato azionario giapponese della deflazione

Indice generale	1,5%	Inf. technology	60%
Cons. non ciclici	55,4%	Materie prime	19,7%
Consumi ciclici	7,5%	Pubblica utilità	11,2%
Energia	-7,9%	Growth	-26,9%
Finanziario	-48,2%	Value	36%
Salute	153,6%	Small Cap	-30%
Industriale	9,5%		

Fonte: elaborazione Cellino e Associati Sim su dati FactSet

di valore. Ecco perché i timori di deflazione stiano incidendo così pesantemente sul mercato azionario.

**Un significativo episodio** deflazionistico, spesso evocato in questi giorni, è quello che ha interessato il Giappone come conseguenza dell'esplosione della bolla immobiliare che si era andata formando in quel paese nel corso degli anni '80. L'indice dei prezzi al consumo in Giappone (vedere grafico in pagina) è rimasto sostanzialmente invariato tra il 1995 e il 2007 in un'alternanza di anni in cui si osservava una flebile inflazione con altri in cui i prezzi calavano. Il culmine del fenomeno è stato osservato nel quinquennio 1999-2003, durante il quale si registrarono

ben cinque riduzioni consecutive dell'indice.

Vale dunque la pena osservare un po' più da vicino il mercato azionario giapponese in quegli anni di crisi, per verificarne il comportamento nel suo insieme e per svelare anche, a un livello di analisi più dettagliato, l'impatto della deflazione sui titoli azionari. Innanzitutto è facile verificare, a conferma di quanto detto in precedenza, come la deflazione abbia danneggiato i rendimenti degli asset in equità nel loro complesso: tra il 1995 e il 2007 l'indice Msci Japan in valuta locale registra una modestissima crescita dell'1,5% mentre, nel medesimo periodo, l'omologo indice americano è cresciuto del 223%, quello francese del 219% il tedesco del 205%

e l'italiano del 155%; risultati non dissimili si ottengono convertendo le stesse performance in dollari.

La tabella consente di effettuare alcune analisi sull'impatto della deflazione a un livello di maggiore disaggregazione. Per quanto riguarda i settori merceologici osserviamo che quelli tradizionalmente difensivi (ci riferiamo soprattutto ai consumi non ciclici e alla cura della salute) hanno assolto anche in questo caso alla loro funzione rendendo più del mercato, mentre spicca in negativo il cattivo andamento del settore finanziario, dovuto al fatto che, e qui l'analogia con il momento attuale è evidente, anche in quel caso all'origine della crisi vi fu un brusco calo dei valori immobiliari che gravò sul

settore bancario.

Un altro aspetto interessante è il netto differenziale di performance che si osserva in Giappone fra i titoli value e quelli growth, differenziale che non trova riscontro a livello mondiale dove, nello stesso periodo, l'indice value è cresciuto del 166% e quello growth del 139%. La deflazione avrebbe quindi un effetto più dannoso sui titoli le cui quotazioni poggiano su elevate attese di crescita, constatazione ragionevole se si pensa che il fenomeno tende a rallentare la crescita economica. L'indice dei titoli a piccola capitalizzazione ha manifestato un andamento decisamente peggiore dell'indice generale: anche in questo caso il dato è dissonante con quello globale dove, nello stesso periodo, le small-cap sono cresciute del 182%, facendo meglio dell'indice globale, avanzato del 157%.

Una spiegazione potrebbe essere dovuta al fatto che le imprese di grandi dimensioni dispongono generalmente di una maggiore capacità di imporre i prezzi ai consumatori, il che le salva almeno in parte dalla discesa dei prezzi stessi. Anche se si sta irrobustendo la schiera di coloro che la prevedono, attualmente l'ipotesi di una deflazione globale incombente non è condivisa da tutti gli economisti. Che tutte le principali aree del pianeta possano simultaneamente sperimentare una prolungata fase di riduzione dei prezzi appare del resto piuttosto difficile da immaginare, in un mondo il cui sistema produttivo si fonda sul petrolio: una risorsa scarsa il cui più o meno imminente esaurimento attirava, fino a pochi mesi fa, la stessa attenzione che oggi i media riservano alla temuta deflazione.

**Non solo**, il processo di industrializzazione che si è avviato negli ultimi anni in molti Paesi emergenti sembra ormai irreversibile e l'affacciarsi sulla scena di centinaia di milioni di nuovi consumatori rende improbabile la deflazione. Un fenomeno così complesso, inoltre, difficilmente può presentarsi in contemporanea in sistemi economici tanto diversi gli uni dagli altri, caratterizzati da differenti gradi di rigidità del mercato del lavoro, da diverse valute e da differenti psicologie dei consumatori: non dimentichiamo infatti che un elemento importante per la genesi di una spirale deflazionistica risiede proprio nella formazione di aspettative in tal senso.

\*presidente e capo ufficio studi di Cellino sim

# «Le azioni battono mattoni e BoT. Ve lo posso provare»

**L**a crisi finanziaria che stiamo attraversando moltiplica gli articoli di stampa sull'andamento di lungo termine dei mercati finanziari; capita spesso di vedere grafici delle Borse negli ultimi 10 (o anche più) anni. Se da un lato la cosa appare positiva, poiché supera la concezione di breve termine, più "speculativa" (e quindi più rischiosa) dell'investimento borsistico, va aggiunto che questo approccio è sovente viziato da alcuni limiti concettuali:

→ gli indici di Borsa usualmente utilizzati (per esempio, Comit globale) non considerano il rendimento costituito dai dividendi (la differenza, non trascurabile nel breve termine, diventa abnorme nel medio-lungo periodo);

→ gli indici azionari sono "nominali" e non reali; nel medio termine diventano poco confrontabili poiché l'incidenza dell'inflazione, trascurabile nel brevissimo termine, risulta molto consistente nel lungo periodo;

→ manca il raffronto (decisivo in termini di scelte di investimento) con i due "concorrenti"

dell'investimento azionario, vale dire i titoli di Stato e gli immobili.

Uno studio recente da me effettuato (a partire dal 1973 con dati annuali e dal 1984 con dati mensili) ha

portato risultati inaspettati con i rendimenti azionari che "staccano" i

bond e - incredibile a dirsi per i "fanatici del mattone" - i prezzi

degli immobili. I luoghi comuni, i mezzi di comunicazione, e in

generale la nostra incapacità di ragionare nel lungo termine, tenendo conto dei molteplici fattori

in gioco (in primis l'inflazione), creano delle "trappole mentali", materiale di studio per la finanza comportamentale e fonti di perdite per l'investitore.

Massimo Repetto - (via e-mail)

PLUS24 Il Sole 24 Ore  
Sabato 29 Novembre 2008

a cura di  
Marco Liera



I risultati della sua analisi non mi sorprendono affatto. Più volte sulle pagine di «Plus24» abbiamo ricordato i maggiori rendimenti ottenuti da portafogli ben diversificati di azioni rispetto a quelli delle obbligazioni e dei titoli di Stato, come confermato per una molteplicità di Paesi dai noti studi di Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton della London Business School. Le tanto vituperate azioni italiane non fanno differenza. L'indice Comit Globale total return ha reso dall'inizio del 1973 il 9,8% annualizzato, mentre senza dividendi ha offerto il 6,5% annualizzato.

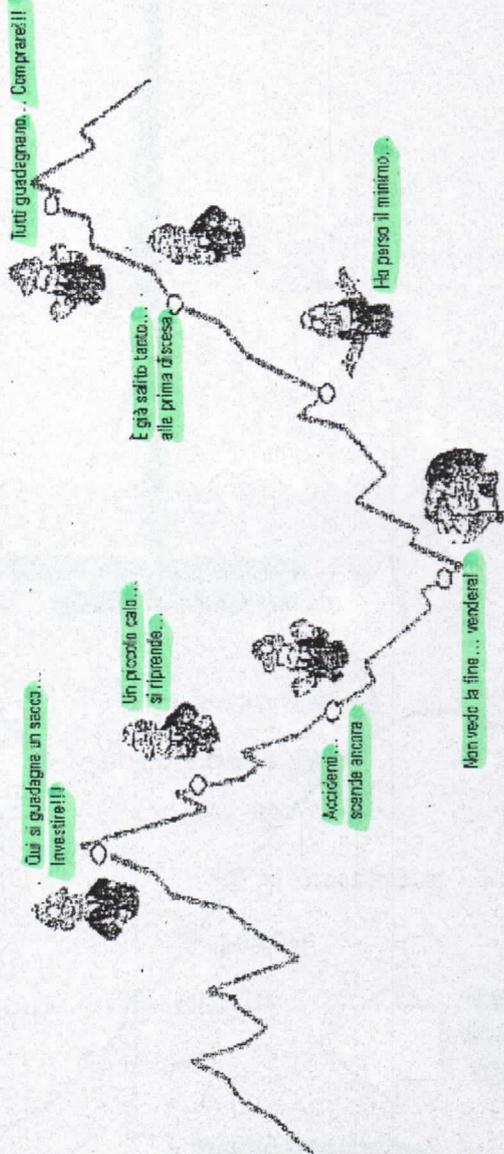
Meno misurabile con precisione è la superiorità delle azioni sugli immobili. Sono certo che sia possibile provare il fatto che Piazza Affari sia rivalutata di più di molte proprietà immobiliari negli ultimi 30/40 anni. Sono assai meno sicuro che si possa dimostrare che le azioni italiane (anche tenuto conto dei dividendi) siano state un investimento migliore di qualsiasi immobile nelle grandi città (tenuto conto dei canoni di locazione). Le statistiche storiche sui prezzi degli immobili sono meno affidabili di quelle borsistiche. Questo, al netto di tutte le considerazioni che si possono fare tra la tassazione e i costi (anche di manutenzione)

che gravano sul mattone rispetto a quelli tipici dell'investimento in attività finanziarie.

Il suo riferimento all'inflazione è centrato: ciò che importa a un investitore (in azioni, in titoli di Stato o in attività immobiliari) è il ritorno in termini reali, che nel lungo periodo può essere molto inferiore al rendimento nominale. Ma è condivisibile soprattutto il suo invito a guardare ai ritorni degli investimenti nell'arco di decenni, senza farsi spaventare o illudere al loro andamento di breve periodo. In questo ambito, le azioni, come tutte le attività i cui prezzi sono pubblicati in tempo reale su vari media, sono assai sfavorite rispetto ai beni di cui si ignora il prezzo day-by-day, come gli immobili. Queste diverse caratteristiche penso siano una delle origini dei differenti comportamenti degli investitori privati a seconda che detengano azioni o immobili: con le prime sono portati a comprare e a vendere con frequenza, con un timing (scelta di tempo) troppo spesso ciclico e sfortunato; con i secondi, invece, sono correttamente portati al buy-and-hold (compri e tieni) di lungo periodo.

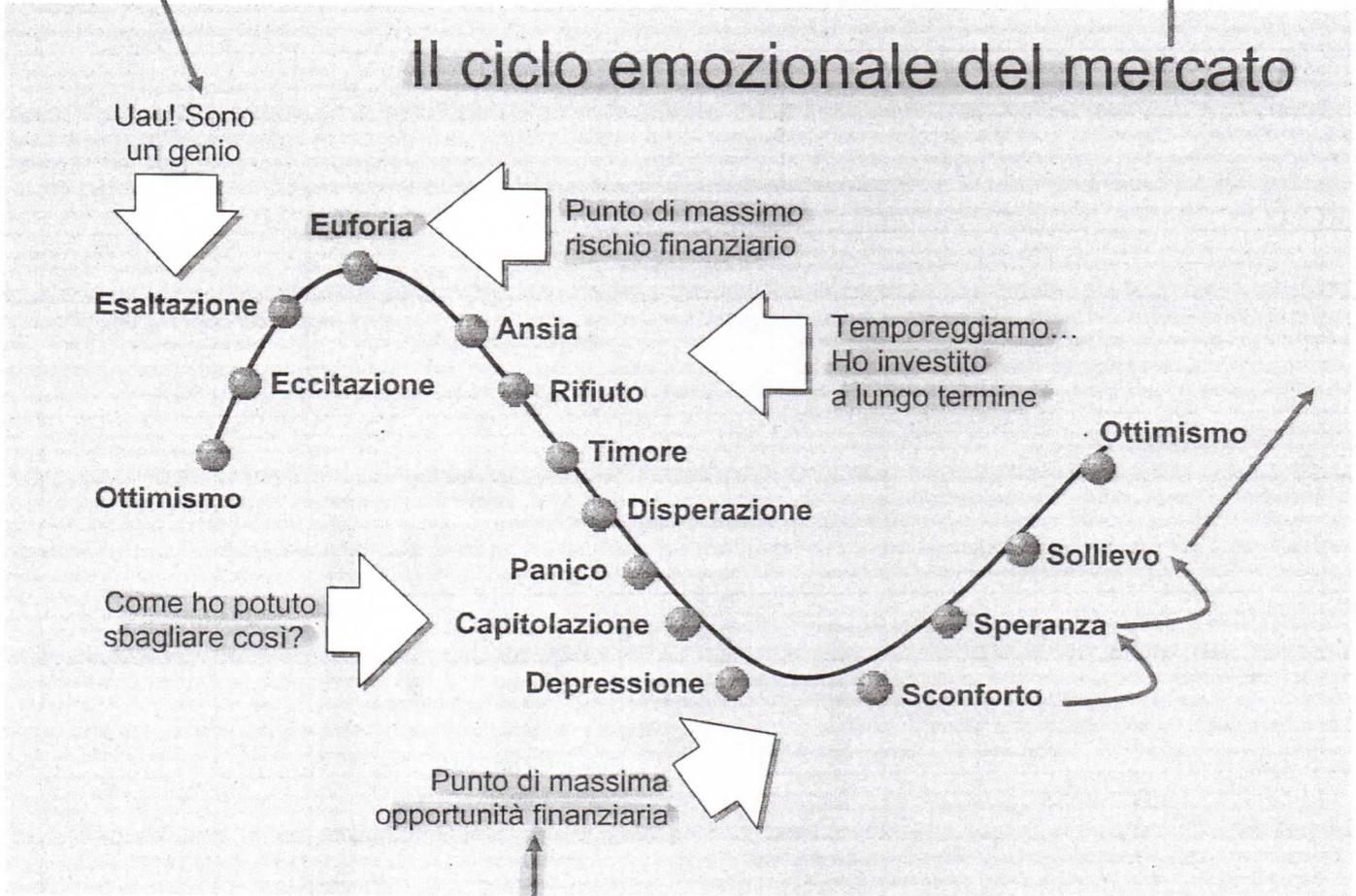
Come dice lei, si tratta di "trappole mentali", alle quali non riesce a sottrarsi la stragrande maggioranza dei risparmiatori. Giornali, televisioni e Internet rilanciano in continuazione le cronache dei mercati finanziari in discesa, facendo il loro mestiere. Non possono fare la stessa cosa con i mercati degli immobili, anch'essi caratterizzati da periodici ribassi. I quali sono meno intensi dei crolli ricorrenti sui mercati azionari anche perché non sono amplificati dalle stesse distorsioni comportamentali.

## IN BORSA L'EMOTIVITÀ È UNA TRAPPOLA



*e soprattutto dell'individuo*

## Il ciclo emozionale del mercato



*punto di massima crescita interiore.*

re dei casi si restituisce al mercato ciò che si era ottenuto con le prime operazioni. E per la prima volta, coscientemente, ci si rende conto che la borsa non è un posto dove si guadagna e basta. E poi, guarda caso, si nota anche che i prezzi ci mettono molto meno tempo a scendere che a salire. C'è qualcuno che rivede se stesso in questa breve storia? Probabilmente sì. Vediamo allora di comprendere quali sono i reali motivi che portano a trovarsi in simili situazioni impreviste.

### INIZIA LA SFIDA

Scegliamo un titolo sulla base dell'analisi tecnica, poco importa se la società realizza profitti né ci interessa il settore in cui opera. Ricordiamo di aver letto da qualche parte che si profilava, forse, un'acquisizione, ma sono tutti argomenti per investitori di lungo periodo. Non ci interessano, siamo trader, noi. Lavoriamo con un orizzonte temporale estremamente limitato in cui né i fondamentali né l'economia in generale possono influenzare l'andamento delle quotazioni.

E così arriviamo alla strategia operativa, magari suggerita da un giornale: in acquisto a 2 euro, stop loss rigido sotto 1,89, target di breve a 2,1 e 2,45 di medio.

È impossibile sbagliare. Se sale si vende in zona target, se scende si liquida in corrispondenza dello stop. Il tutto perfettamente in linea con la regola che ci impone di tagliare le perdite e di lasciare correre i profitti. E tutto perfettamente applicabile. In teoria. Ma in pratica cosa succede? Inizia la partita: acquistiamo il nostro ipotetico titolo a 2 euro, come da programma, per un

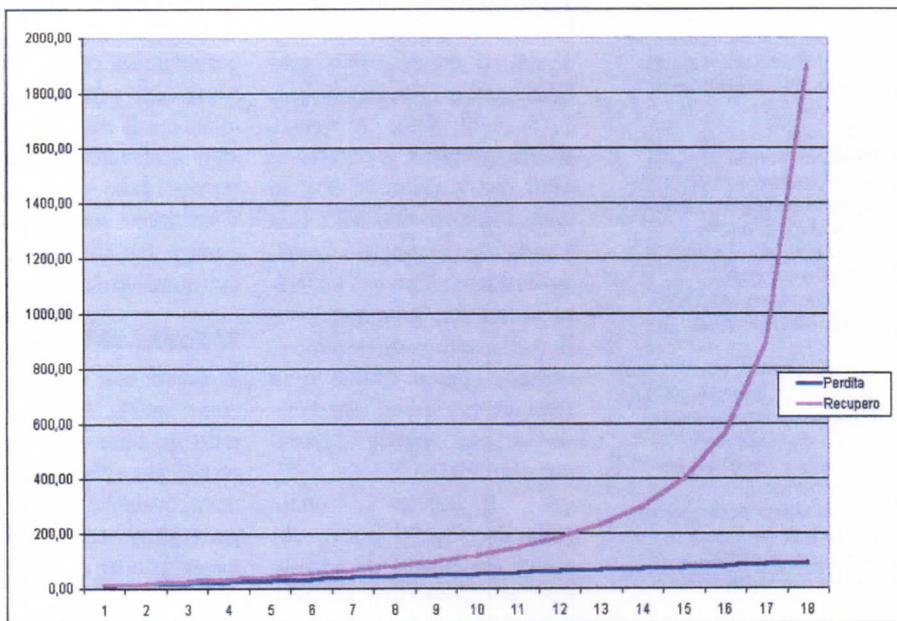
controvalore di 5 mila euro tondi tondi, una decina di milioni per il lotto minimo, più le commissioni. Poi iniziamo a fantasticare: «Con un target a

2,1 faccio un bel 5% in una settimana, mezzo milione... certo non è molto ma ci si deve pur accontentare». Poi il titolo sale e, con stupore, notiamo

## ALLA RICERCA DEL BREAKEVEN PERDUTO

Percentuale di perdita sul capitale	Performance necessaria per recuperare la perdita
10 %	11,11 %
15 %	17,65 %
20 %	25,00 %
25 %	33,33 %
30 %	42,86 %
35 %	53,85 %
40 %	66,67 %
45 %	81,82 %
50 %	100,00 %
55 %	122,22 %
60 %	150,00 %
65 %	185,71 %
70 %	233,33 %
75 %	300,00 %
80 %	400,00 %
85 %	566,67 %
90 %	900,00 %
99 %	9.900,00 %

*La tabella è costruita applicando una semplice formula e indica la percentuale di guadagno necessaria per recuperare una corrispondente percentuale di perdita. Come si vede facilmente, all'aumentare della perdita la percentuale necessaria per il recupero cresce in maniera esponenziale, fino ad arrivare al paradosso costituito da una performance infinita necessaria per il recupero di una perdita del 100%. Il grafico illustra ancora meglio questo meccanismo.*



4,7%. Lo Stoxx 600 è sauro del 3,8% nella seduta di ieri e del 4,5% nell'ultima settimana, il primo rialzo in oltre un mese e il più pronunciato dal marzo del 2007.

Sui mercati europei è arrivato il colpo di reni dei petroliferi (Dj Stoxx energy +7,5%), con il

A trainare ieri i mercati del Vecchio Continente ha contribuito il rally che era stato messo a segno sul finire della seduta di giovedì dalla stessa Wall Street, che aveva fatto guadagnare al Dow Jones oltre 400 punti. Il miglioramento delle condizioni del

gnato del 930 punti. Nella seduta successiva, però, le paure di recessione si sono fatte sentire provocando modeste perdite. Perditte poi aggravatesi mercoledì: in quella seduta il Dow ha bruciato 73 punti. Dopo un recupero di 100 punti venerdì, infine, anche il titolo di Wall Street ha nuovamente

la crescita del 7,04%, intesa Sanpaolo a +5,24%, mentre restano poco mosse Mediocredito centrale (+0,18) e Banco Popolare (+0,39%). Titolo peggiore dello S&P/Mib è stata l'Enel (-3,31%). Si registra infine, anche il titolo di Telecom (+5,39%).

te soluzioni per un'altra. Google per esempio, che ha riportato un bilancio in crescita, ha marcato al rialzo del 5 per cento. «I mercati hanno la tendenza a ripercuotersi quando ci sono crisi con troppe notizie in un'unica direzione», dice Michael S. La posta in gioco è in beneficenza. Di qu

L'oracolo di Omaha, il presidente di Berkshire Hathaway ha inviato una lettera al New York Times per spiegare le sue strategie

# Buffett suona la carica: è ora di comprare

MILANO

«Sto acquistando azioni americane». A dirlo non è uno dei tanti manager statunitensi o un fondo sovrano, ma il miliardario Warren Buffett. E lo fa personalmente, considerata la scarsa simpatia che nutre per i giornalieri. Il mezzo è stata una lettera scritta di suo pugno e pubblicata fra i commenti del New York Times.

La filosofia dell'oracolo di Omaha è che «occorre avere paura quando tutti sono troppo ottimisti, mentre bisogna essere ottimisti quando gli altri han-

no paura». Seguendo questo principio Buffett ha annunciato che è pronto ad investire in azioni statunitensi le sue risorse personali, distinte dalla partecipazione che detiene in Berkshire Hathaway, il suo braccio finanziario in azioni, se i

## FILOSOFIA D'INVESTIMENTO

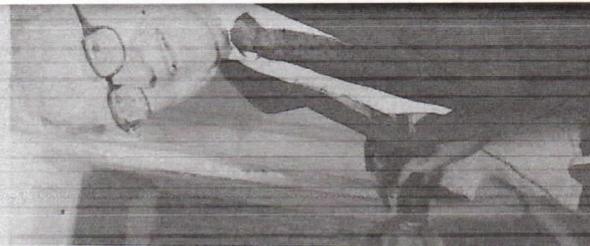
«Occorre avere paura quando tutti sono troppo ottimisti, mentre bisogna essere ottimisti quando gli altri hanno paura»

prezzi continueranno ad essere attraenti. Se infatti gli investitori sono assolutamente nel giusto a essere cauti nei confronti di società con una leva finanziaria alta o con una posizione debole nei rispettivi settori di riferimento, è altrettanto vero però che «non ha senso nutrire preoccupazioni esagerate circa prospettive di molte società statunitensi nel lungo termine». Le società soffriranno, secondo Buffett, utili discontenuti, come è sempre stato. «Ma molte grandi aziende probabilmente cominceranno a riporta-

re utili-record fra 5-10-20 anni». L'oracolo di Omaha ci tiene però a sottolineare che «non può predire i movimenti del mercato del breve termine. Non ho la più pallida idea se fra un mese i corsi di Borsa saranno più bassi o più alti», ma forse saliranno prima che il «sentiment» e l'economia si riprenda.

La lettera continua con un paio di aneddoti: «durante la Depressione, il Dow toccò il suo minimo a 41 l'8 luglio 1932. Le condizioni economiche, tuttavia, continuarono a deteriorarsi fino a quando Franklin D. Ro-

osevelt arrivò alla presidenza nel marzo 1933. A quel tempo, il mercato aveva già guadagnato il 30 per cento». Il secondo caso portato ad esempio da Buffett riguarda i primi giorni della Seconda Guerra Mondiale, «quando le cose stavano andando male per gli Stati Uniti in Europa e nel Pacifico. Il mercato toccò il fondo nell'aprile del 1942, ben prima che la sorte degli Alleati girasse». Stessa cosa nel 1980, «il momento giusto di acquistare azioni era quando l'inflazione imperversava e l'economia era in difficoltà. In



Il guru. Warren Buffett