

APPLICAZIONE DEL METODO SOTTRATTIVO AL DECENNIO ECCEZIONALE CHE CI SIAMO LASCIATI ALLE SPALLE NELLA PROSPETTIVA DEL PROSSIMO DECENNIO

Molti anni fa, quando facevo ricerca all'University College di Londra insieme a Maria Sonino, Vittorio Girotto e Philip Johnson-Laird, avevamo l'abitudine, dopo aver finito di lavorare, di fare presto uno spuntino e, poi, andare al cinema. Una sera Maria Sonino ci disse: "Allora, andiamo al cinema oppure no?". La guardammo perplessi, incerti. Allora lei specificò: "Sono preparata, fatemi pure domande!". Le rivolgemmo domande sui film, sulle critiche, sui registi, sugli attori, e così via. Ma nessuno dei tre fece caso al fatto che non ci era stato domandato: "Quale film andiamo a vedere?", bensì: "Andiamo al cinema oppure no?". Noi però tralasciammo questa domanda aperta, che non dava per scontato che si andasse al cinema, per concentrarci su quello che si poteva andare a vedere. Scegliemmo il film più attraente e ci andammo. Solo a sera inoltrata venne in mente a Johnson-Laird che in mattinata ci eravamo prefissi di andare alla presentazione di un libro di un collega ma che poi non ci avevamo più pensato. Ci era stato chiesto espressamente se "fare X oppure non farlo" e noi, al contrario, ci eravamo subito concentrati su X trascurando le eventuali opzioni alternative. Decidemmo allora di esplorare a fondo questo effetto che potremmo chiamare "meccanismo di sottrazione nelle decisioni": era capitato che inconsapevolmente non avevamo preso in considerazione altre possibilità.

Questo è un problema molto importante, forse la questione più importante oggi, almeno nel campo degli investimenti. In 10 anni la borsa di Wall Street è salita del 275%, il Nasdaq 100 ancora di più (cfr. lezione 438). In realtà la borsa è salita ancora di più se la sua prestazione viene calcolata in termini

di "total return". Abbiamo alle spalle una crescita eccezionale o normale, ripetibile o irripetibile? Di quali informazioni abbiamo bisogno per cercare di rispondere a questa cruciale domanda?

Ovviamente è una questione fondamentale perché a seconda delle informazioni che prendete in considerazione per rispondere a questa domanda potrete fare una previsione più o meno plausibile per il prossimo decennio. Se trascurate informazioni essenziali, come nell'episodio della serata di Londra di tanti anni fa, allora sarete fuori strada e, una volta imboccata la strada sbagliata, diventa molto difficile tornare indietro.

Più volte abbiamo visto che è difficile, anzi impossibile, fare previsioni a breve termine. E tuttavia abbiamo anche visto che il passare del tempo fa svanire gradualmente il velo dell'incertezza ed evidenzia il rischio, e cioè le variabili misurabili. In sintesi: la verità è svelata dal tempo, come mostra la statua di Gian Lorenzo Bernini (1646-1652).

Il metodo che propongo di usare qui è basato sulla sottrazione, si tratta cioè di isolare le principali componenti di questo rialzo più che decennale (è iniziato nel marzo 2009) per poter, una volta isolate, valutare quale di esse sia più o meno probabile che possa ripresentarsi. In altre parole se le eliminiamo una ad una, come gli strati di una cipolla, valuteremo le componenti del rialzo e le potremo sottrarre una dopo l'altra dal rialzo totale stimando così in modo preciso le diverse cause concomitanti. Potremo in tal modo valutare se tali componenti saranno presenti e potranno agire in futuro oppure no. Questo esercizio è stato reso possibile dalle misure e dalle stime dell'ufficio ricerche di una società (cfr. <https://www.paviliongm.com/global-markets/global-market-research/>).



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di
psicologia cognitiva
presso l'Università Ca'
Foscari di Venezia

La prima componente da valutare è il bilancio della Fed che nel corso del decennio ha raggiunto la cifra iperbolica di 8.800 miliardi di dollari USA. Questa cifra è stata raggiunta immettendo liquidità e acquistando titoli per tenere i tassi bassi e aiutare così gli investimenti, la ripresa economica e l'occupazione. C'è stato però anche un effetto collaterale: grazie ai costi bassi del denaro le società hanno riacquisito sul mercato azioni proprie, mettendo in atto il cosiddetto buyback (che, tra l'altro, in USA è favorito fiscalmente rispetto alla distribuzione di dividendi agli azionisti). Questi acquisti hanno fatto salire le quotazioni dei titoli e, secondo i calcoli dell'impatto di tali operazioni, ad essi possiamo attribuire il 40% della salita decennale della borsa americana. Oggi questi acquisti di sono ridotti o stanno gradualmente per finire via via che i tassi risaleranno (hanno toccato il minimo l'anno scorso) e quindi dobbiamo fare una prima sottrazione: togliere il 40% dall'entità totale della salita decennale che si rivela così eccezionale e irripetibile.

Dobbiamo in seguito tener conto di un altro strato della cipolla: abbiamo avuto l'espansione dei multipli. Ieri, giovedì 20 gennaio 2022, il Prof Robert Shiller – l'autore del famoso libro sulla preferenza per le azioni sui tempi lunghi edito dal Mulino in simultanea all'edizione inglese – ha partecipato a un evento organizzato da una società francese. Ha detto che “viviamo in un pazzo mondo” alludendo al livello raggiunto dal CAPE (cyclically-adjusted-price-earning -ratio). Il CAPE è un indicatore che misura il rapporto classico prezzo/utili aggiustato per i cicli, e cioè su una media decennale secondo la logica del lungo termine che stiamo adottando qui. Ora il valore del CAPE è di 39,6, il secondo livello più alto dal 1880 e il livello più alto nella nostra epoca. In poche parole le azioni sono molto care e quindi dobbiamo prevedere che il 20% del loro incremento eccezionale del decennio passato vada anche esso sottratto in previsione del decennio futuro. Quindi 100 meno 40% dei buyback e meno 20% dei multipli. Resta un 40% di incremento di valore delle azioni che è stato il prodotto dell'aumento degli utili delle società quotate nel decennio. Questo è un incremento non contingente, sano e probabilmente ripetibile: se le società americane continueranno a espandere il loro raggio d'azione e, di conseguenza ad aumentare gli utili, possiamo prevedere nel prossimo decennio un incremento corrispondente a questa componente, l'unica permanente, non contingente cioè al decennio passato. Ne consegue che il “pazzo mondo” di Shiller tornerà gradualmente alla normalità di lunghissimo periodo e le azioni varranno più o meno 16 volte gli utili come è sempre stato dal dopoguerra. Quindi il loro valore salirà nel prossimo decennio meno, non certo ai ritmi del passato decennio e con una certa turbolenza nel riaggiustarsi alla media di lungo periodo.

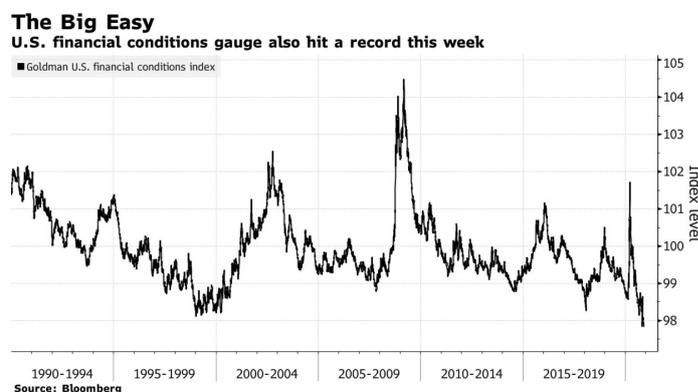
In futuro una situazione non drogata dagli stimoli della Fed sarà più sana e stabile anche se a breve termine causerà dolori a chi si è abituato troppo bene alle droghe del decennio passato. Questo è il risultato delle operazioni dettate dalla logica della sottrazione.

Tale logica si applica anche in un altro senso: non dobbiamo cercare di sfuggire a questo “ritorno alla normalità” perché se lo faremo passando a un titolo all'altro sarà più probabile fare scelte giuste che errate (cfr. lezione 438). Torniamo ai rapporti “sani” che vigono in epoche “normali”, e dico “sani” perché è sano un rapporto più equilibrato tra i rendimenti frutto del lavoro delle persone e i rendimenti frutto del capitale cumulato risparmiando sui redditi da lavoro.

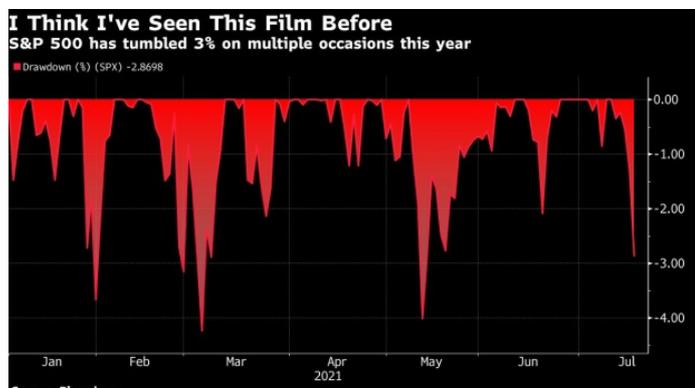
Più in generale, come cerco di mostrare nel mio libro che uscirà in marzo presso Raffaello Cortina Editore, il quadro del prossimo decennio deve educarci a una mentalità sottrattiva e non additiva, una mentalità che toccherà vari ambiti dell'azione umana:

- Sottrarre le impronte e le tracce umane di una specie ormai troppo invasiva.
- Sottrarre i consumi non necessari nello spirito del punto precedente.
- Sottrarre dai consumi i risparmi in modo da generare quello che oggi erroneamente è etichettato come extra-risparmio mentre è forse una giusta prevenzione e cautela nei confronti dell'eccessivo indebitamento di individui, collettività e nazioni.
- Sottrarre scelte da ambienti turbolenti dove è più facile errare che fare giusto in modo da accontentarsi del risultato della media delle scelte di tutti (cfr. lezione 438).

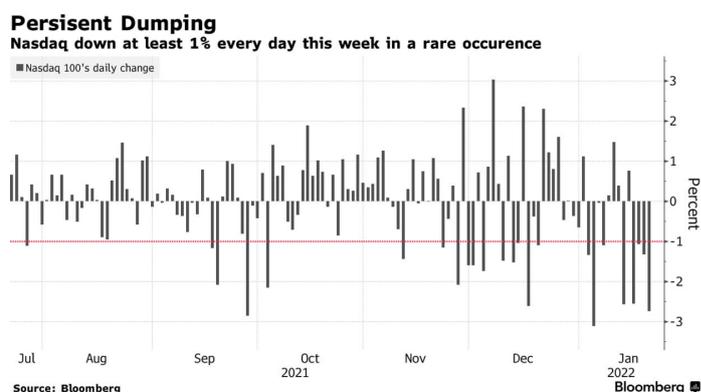
Potremmo dire che si tratta di applicare alla nostra vita un nuovo “rasoio di Occam”, ma questa è un'altra storia di cui vi parlerò in futuro.



Alla fine del 2021 le condizioni finanziarie USA erano favorevoli come non mai. Si tratta di tempi eccezionali lontani dalla media degli ultimi trent'anni indicati in figura. Fonte Bloomberg modificata.



Dal punto di vista delle emozioni questa è la raffigurazione percettivamente più rilevante. Non la crescita continua è collegata alle emozioni suscitate dalla volatilità dei mercati, ma l'assenza di perdite. Le perdite forti e improvvise servono a allentare il premio al rischio e emozioni come la paura. All'inizio del 2022 abbiamo avuto forti perdite sui mercati americani. Fonte: Bloomberg modificata.



L'inizio dell'anno 2022 è stato assai sfavorevole per il Nasdaq che ha visto i suoi multipli stratosferici ridursi drasticamente in vista dei rialzi dei tassi promessi dalla FED. Fonte: Bloomberg modificata.

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.