

Riguardo ai rendimenti obbligazionari ai minimi storici e alle possibili conseguenze per l'investitore

23.07.2020

By Robin Harding Financial Times del 21.07.2020

La misteriosa morte di chi vive di rendita sui mercati

Sembra il set di un film di Agatha Christie. Il cadavere di un ricco pensionato giace sul pavimento di una villa di campagna, con un foro di proiettile in testa e le dita di una mano che stringono una pistola mentre nell'altra mano c'è una copia dell'estratto conto bancario. La causa della morte è ovvia. Ma chi ha sparato? Si tratta di assassinio? O si è suicidato?

Questa è la domanda che si pongono (metaforicamente) gli economisti Joseph Kopecky e Alan Taylor in un "paper" recente intitolato: "l'omicidio-suicidio del Rentier". Tenta di capire perché i rendimenti dei titoli a minimo rischio hanno collassato nel corso degli ultimi venti anni e di trovare una risposta, con importanti implicazioni sia per l'economia che per i risultati che gli investitori in azioni possono aspettarsi nei prossimi anni.

Il titolo del paper è un gioco di parole su un commento di John Maynard Keynes che nel 1936 predisse "l'eutanasia del Rentier". Mentre la tecnologia avanzava, la popolazione diminuiva e lo stock di capitale aumentava, Keynes immaginò che i tassi d'interesse sarebbero scesi a tal punto che i Rentier, ovvero gli investitori che vivono basandosi sulle cedole dei titoli di loro proprietà, non avrebbero potuto sopravvivere.

Sembrirebbe che quel momento sia arrivato. Qualsiasi speranza di rendimenti significativi dai depositi bancari o dai titoli di stato sono svanite ben prima della crisi da Covid-19. In molti paesi i tassi d'interesse erano negativi e c'era una preoccupazione crescente di una possibile "stagolazione secolare".

Secondo il lavoro dell'economista Kevn Daly, comunque, c'è un enigma a proposito del calo dei rendimenti. Fin dall'inizio degli anni 2000 il rendimento da utili nelle azioni, ovvero l'utile per azione diviso il prezzo dell'azione, non è sceso così tanto come il rendimento delle obbligazioni (quasi) prive di rischio. In altre parole, il premio per il rischio delle azioni, il rendimento aggiuntivo guadagnato dagli investitori in azioni rispetto al rendimento dei titoli di stato, è salito di 2,5 punti percentuali secondo le stime di Daly.

La domanda è: perché? Il semplice aumento dei risparmi in rapporto agli investimenti non può spiegare perché i rendimenti relativi sulle diverse attività finanziarie possono essere cambiati.

Una possibile risposta è l'eccesso mondiale di risparmio, segnalato per primo da Ben Bernanke nel 2005. Se le banche centrali asiatiche con ingenti riserve erano determinate ad investirle solamente in attività finanziarie a zero rischio la loro domanda poteva spingere all'ingiù i rendimenti

obbligazionari e lasciare al loro posto quelli azionari. Ciò indica non solamente un eccesso di risparmio che ha fatto scendere i tassi d'interesse, ma anche un ridursi dell'appetito per il rischio.

In questo caso chi viveva di rendita non è stato ucciso da forze esterne come la tecnologia, ma si è suicidato. Un fattore collegato potrebbe essere dato dalle regole più strette sui sistemi pensionistici a prestazione predefinita, dove la spinta a ricercare una composizione tra l'attivo e il passivo (attività e impegni) ha portato molti di questi operatori a vendere azioni e comprare obbligazioni.

L'invecchiamento della popolazione nei paesi ricchi continuerà ancora per molti decenni: si tratta di uno dei fenomeni caratteristici della nostra era. Se questa teoria è corretta, comunque, è probabile che il premio per il rischio sulle azioni rimanga elevato anche in futuro. Il modello di Kopecky e Taylor suggerisce che il tasso di rendimento sui titoli di stato a minor rischio dovrà scendere fino a -2,8% (meno!) nel 2050, ma il rendimento delle azioni sarà 2,2%: un premio al rischio di 5 punti percentuali.

Tutto ciò ha molte implicazioni. Per prima cosa potrebbe spiegare perché gli investimenti sono rimasti deboli nonostante tassi d'interesse ultra-bassi negli ultimi anni. Le aziende non riescono ad indebitarsi al tasso d'interesse minimo: hanno bisogno di capitale o capitale di rischio per investire nelle nuove fabbriche o in nuovi prodotti.

Se il premio al rischio è cresciuto anche in presenza di un calo del tasso "a rischio zero" allora questo tipo di capitale non è affatto diventato più a buon mercato.

Secondo ciò significa che un premio al rischio significativo è a disposizione per quelli che vogliono e sono capaci a catturarlo. È un'ottima notizia per tutti quelli che possono indebitarsi al tasso del rischio zero e investire abbastanza a lungo per ridurre la volatilità nei rendimenti azionari. I fondi destinati a finanziare le università sono un ottimo candidato, i fondi sovrani ne sono un altro.

Offre anche una speranza importante per i giovani risparmiatori anche se è importante notare che un premio al rischio elevato non implica automaticamente che il mercato azionario sia sottovalutato. Piuttosto suggerisce che la media del rendimento sulle azioni, misurata su lunghi intervalli di tempo, potrà essere significativamente più alta del tasso che si potrà ottenere sugli investimenti a minimo rischio (il movimento dei mercati azionari nel breve e medio termine sarà come sempre oggetto di congetture).

Infine, un premio al rischio elevato per le azioni combinato con un tasso "rischio zero" molto basso è una pessima notizia per i risparmiatori anziani e per chiunque altro non voglia prendere dei rischi. Per i pensionati la dolorosa scelta tra rendimenti miseri dei conti bancari da una parte e il rischio di un crollo azionario come quello di marzo dall'altra potrà solamente peggiorare. Potrà perfino contribuire ad una maggiore diseguaglianza dal momento che sono quelli con una maggiore ricchezza che più degli altri hanno la capacità di trovare e tenere in portafoglio gli investimenti più rischiosi.

Come la villa in campagna di Agatha Christie, il Rentier tradizionale che vuole vivere tranquillo sui rendimenti sicuri del suo capitale troverà difficile sopravvivere nel XXI secolo. Per quelli che sono in grado di tollerare una certa volatilità delle azioni, comunque, l'aumento di quelli che corrono a cercare investimenti a zero rischio potranno creare delle opportunità.