

RISCHIO PAESE E RISCHIO D'IMPRESA

UN'INDAGINE SUI SAGGI DI RENDIMENTO

Le metodologie valutative finanziarie, in primis la D.C.F.A., necessitano della determinazione di tassi scaturenti in parte dai mercati finanziari. Nel settore mobiliare si presta notevole attenzione al cosiddetto "rischio paese", ma quando si tratta di valutare uno specifico investimento (sia esso riferito a un'azienda o a un'operazione immobiliare), assume una rilevanza prioritaria il "rischio d'impresa". Il presente studio, a metà del 2019, intende sinteticamente evidenziare come può essere percepita la situazione dell'Italia (come Stato) e del suo sistema imprenditoriale.

CONTESTUALIZZAZIONE PRELIMINARE

Il rendimento "r" atteso per un investimento è determinato dalla formula

$$r = RFr + ERp \quad \text{dove}$$

RFr ("Risk Free rate")

è il rendimento di un investimento analogo privo di rischio imprenditoriale: tipicamente, un titolo di debito pubblico del paese in questione e di durata analoga a quella dell'investimento che si sta considerando

ERp ("Equity Risk premium")

è la remunerazione aggiuntiva per il capitale di rischio, ossia per i mezzi propri apportati nell'impresa

E' quindi evidente che RFr è **scevro dai rischi d'impresa**, ma include già in sé il cosiddetto "**rischio paese**", connesso al sistema valutario, economico, finanziario (incluso il debito pubblico) e sociopolitico della nazione: tale rischio può essere in maggiore o minor misura sensibile alla durata di un investimento, come si esplicherà meglio in seguito.

La misura di ERp scaturisce in primo luogo dalle analisi dei corsi azionari (quindi limitatamente alle s.p.a. quotate), ma **deve poi essere più accuratamente determinato** in funzione di strumenti quali il "beta di settore" e l'analisi dettagliata dei rischi specifici.

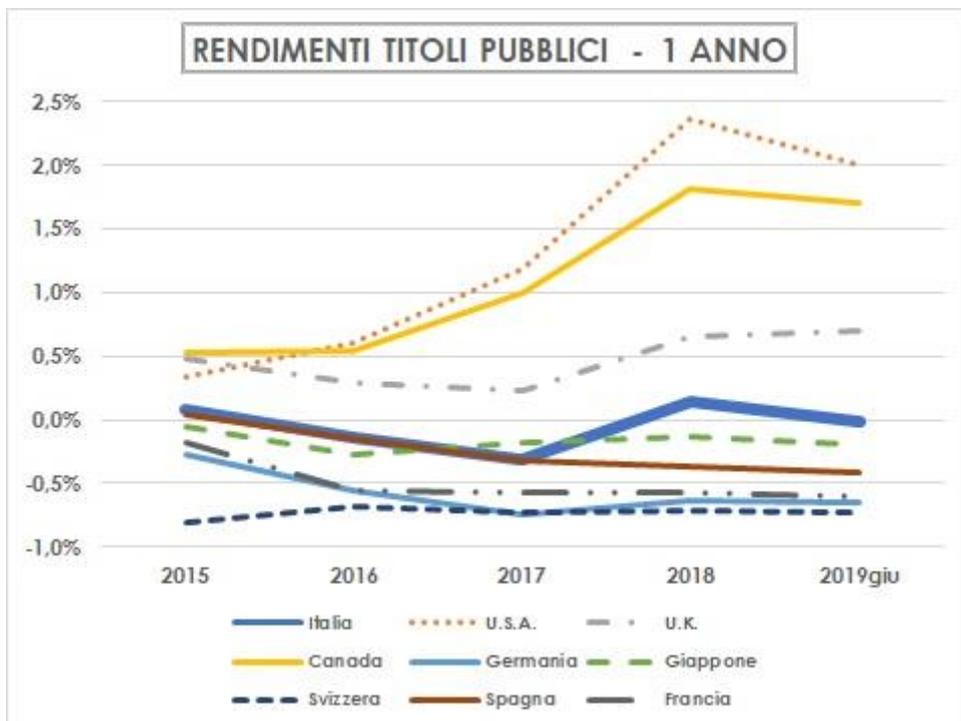
I TITOLI DI STATO

Un primo indicatore di massima del RFr è individuabile nelle remunerazioni dei titoli di Stato. Interpretare ciò come una perfetta equivalenza **RendiStato = RFr sarebbe** tuttavia oltremodo **fuorviante**. I saggi del debito pubblico, infatti, sono frutto di

politiche monetarie dei singoli stati finalizzate a strategie spesso più ampie (espansive, antinflattive, valutarie, di controllo degli investimenti, etc.): nel biennio 2018/19 è stato questo il caso di due paesi a rischio presso che nullo (U.S.A. e Canada) ma caratterizzati entrambi da una politica monetaria restrittiva con tassi ben più alti di quanto riconducibile al mero concetto di RFr.; una situazione analoga la vivemmo in Italia per buona parte degli anni novanta, dopo che le svalutazioni avevano ricondotto la Lira in un ambito di relativa sicurezza, ma i tassi del Tesoro restarono per molto tempo assai più elevati dell'effettivo rischio paese.

Fatta questa premessa, di seguito si riportano i grafici dell'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato nelle nazioni assunte a riferimento (in quanto possibili destinazioni alternative, rispetto all'Italia, di investimenti immobiliari con caratteristiche di contesto relativamente analoghe), e cioè: **U.S.A., Canada, U.K., Spagna, Francia, Germania, Svizzera** e **Giappone**. Non si sono esaminati altri paesi europei relativamente simili alla Germania (Be.Ne.Lux., Scandinavia), né l'Europa orientale (potenzialmente attrattiva ma con un contesto un po' meno strutturato del nostro), né i paesi emergenti asiatici e latino/americani, ancor più distanti da noi.

Il primo grafico mostra i rendimenti per i titoli a 12 mesi, ossia nel **breve termine**.



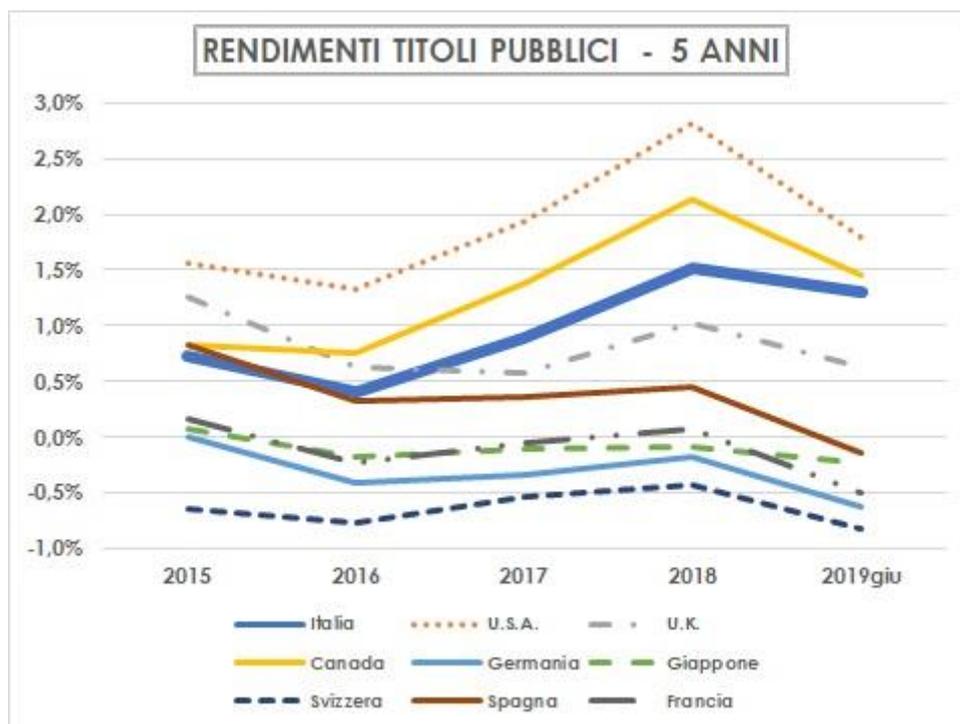
Gli abbinamenti fra colori/forme delle spezzate e rispettivo paese resteranno uguali per tutti i grafici: l'Italia (secondo un'affinità di natura sportiva) è identificata da un tratto azzurro continuo, di spessore doppio degli altri.

Spicca la predetta anomalia di U.S.A., Canada e in parte U.K. (i cui tassi, in lieve

discesa, si sono rialzati post *Brexit*). **L'Italia**, quasi identica alla Spagna e vicina al Giappone, **ha subito nel 2018 l'effetto delle incertezze politiche** (il ben noto aumento dello "spread"). In particolare (ma non solo) la Svizzera denota da anni il sussistere di saggi negativi. Ciò potrebbe significare che RFr possa addirittura assumere valori inferiori allo zero, e nella disamina alternativa di investimenti multinazionali avviene così. Però vari esperti e stimatori di questi saggi sono restii a riconoscere RFr negativi e di fatto li portano a zero.

I dati di giugno 2019 (sia per questo grafico che per i successivi) **sono meno significativi** dei precedenti, non essendo medie annue, bensì semplici informazioni puntuali inserite per mostrare una tendenza recente.

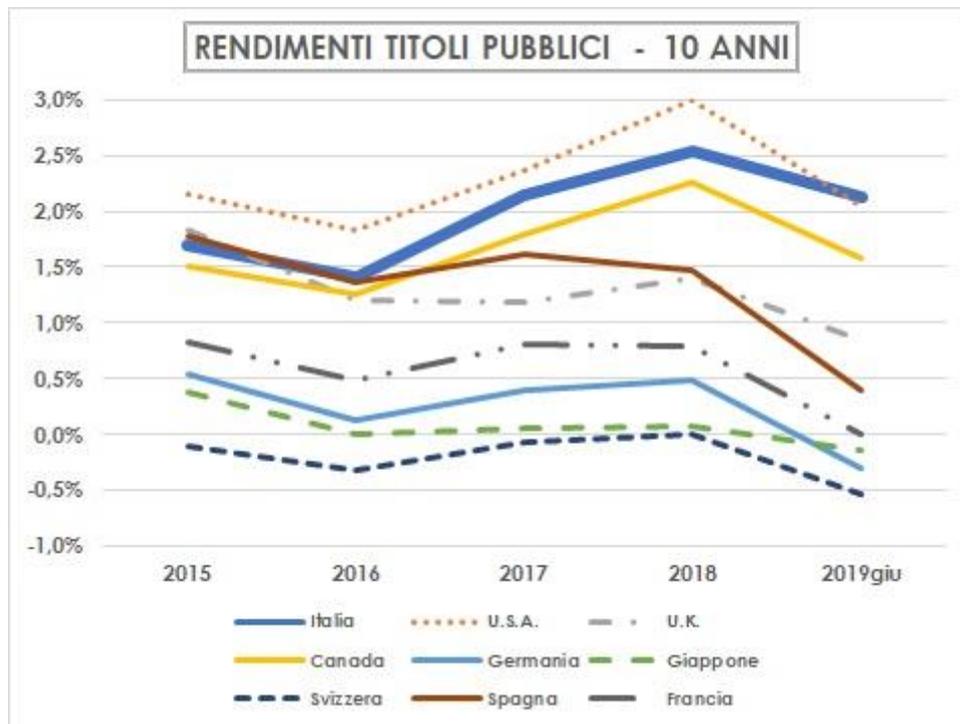
Passando al **medio termine**, ecco il grafico per i titoli quinquennali, corrispondenti in Italia, per durata, a una classica operazione di sviluppo o totale ristrutturazione immobiliare (inclusa la successiva messa a regime o alienazione frazionata), così come la valorizzazione di un complesso tramite aggiornamento e miglioramento delle strutture, ma soprattutto del parco conduttori.



Rispetto al grafico precedente, si nota come **i rendimenti dell'Italia si siano allontanati nettamente dalla Spagna** (fra 100 e 150 bp, *basis point*, di differenza) superando al contempo di 50/80 bp quelli del Regno Unito.

Ciò potrebbe significare che **le incertezze scaturite dal quadro politico non restano limitate al breve termine, ma si acuiscono nel medio periodo**, quando l'Italia parrebbe ancora più rischiosa. Purtroppo **tale tendenza diventa ancora più netta**

analizzando i titoli decennali, che possono richiamare sviluppi immobiliari molto articolati (lottizzazioni), oppure operazioni che prevedono un lungo periodo gestionale prima di giungere a regime.

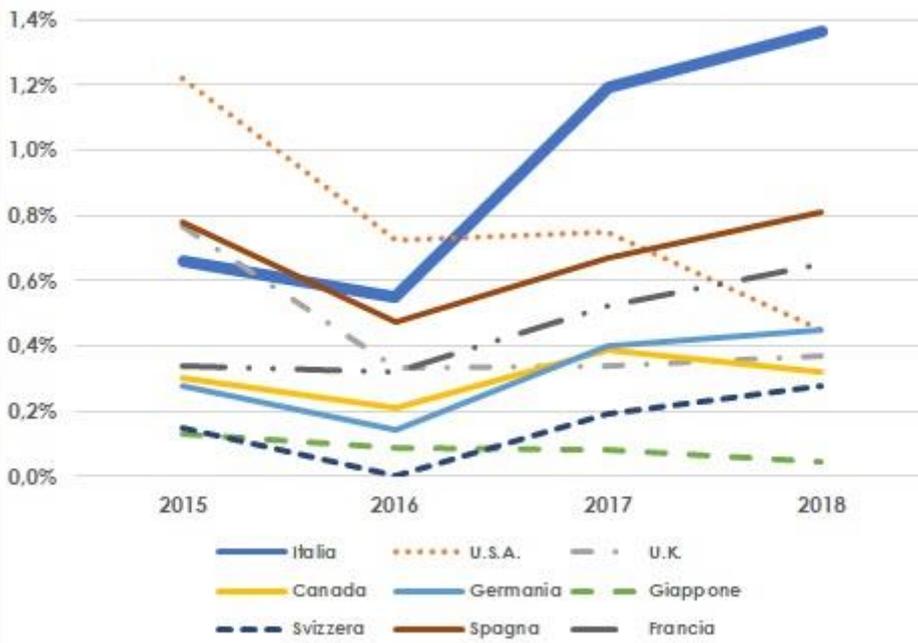


Il grafico mostra **i rendimenti dei titoli italiani giungere al vertice della scala**, aumentando il distacco dagli altri paesi.

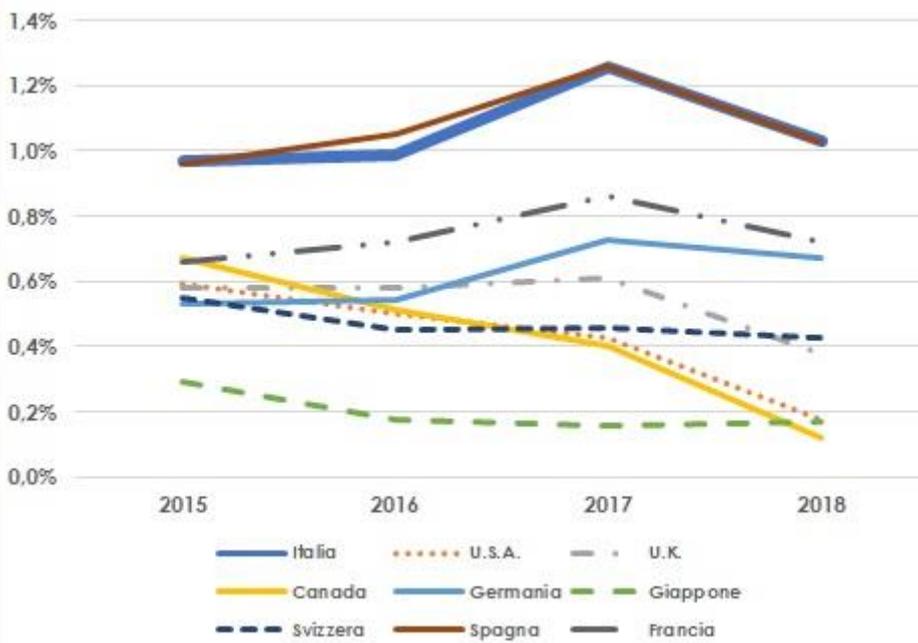
La percezione immediata di come evolve nel tempo il livello di RFr è palesata dai seguenti due grafici che, ragionando in termini di differenziali (da 1 a 5 anni e poi da 5 a 10 anni), "sterilizzano" le politiche dei singoli governi per evidenziare la sola correlazione rischio/tempo, ossia il grado di solidità a medio e a lungo termine che i mercati finanziari riconoscono al singolo "sistema paese".

Si nota subito che, mentre a medio termine **l'Italia risulta la nazione meno sicura**, nel passaggio al lungo periodo tale poco invidiabile primato viene condiviso con la Spagna, che evidentemente genera analoghe perplessità fra gli investitori che intendono passare da un impegno quinquennale ad uno decennale. Viceversa, la nazione che sembra raccogliere maggiore fiducia nel passaggio dal medio al lungo termine è il Giappone, la cui curva dei tassi/tempo sale molto lentamente.

Rendim. Titoli Stato - DIFFERENZIALI 1/5 ANNI



Rendim. Titoli Stato - DIFFERENZIALI 5/10 ANNI



Seguendo rigidamente tale approccio, **l'investitore che accostasse un'operazione immobiliare** come quelle descritte in precedenza, a parità di tutte le altre condizioni, **pretenderebbe nel nostro paese un rendimento maggiore** rispetto a quello che chiederebbe negli altri paesi esaminati, e cioè:

rispetto a (paese) :	investimento a 5 anni	investimento a 10 anni
U.K.	+ 0,5/0,8%	+ 1,0/1,2%
Spagna	+ 1,0/1,5%	+ 1,0/1,5%
Francia	+ 1,5/1,8%	+ 1,8/2,0%
Giappone	+ 1,5/1,8%	+ 2,3/2,5%
Germania	+ 1,7/2,0%	+ 2,0/2,2%
Svizzera	+ 2,0/2,2%	+ 2,5/2,7%

La frase precedente palesa peraltro un intrinseco ossimoro: come può un'operazione immobiliare (strettamente configurata in termini territoriali) intendersi "analoga" a un'altra? Al di là del confronto fra possibili RFr è dunque evidente la centralità assunta non solo da ERp, ma soprattutto dal rischio specifico della singola iniziativa. Si aggiunga il fatto che una mera analisi dei fondamentali finanziari che si pone presumibilmente alla base della determinazione dei suddetti differenziali nei tassi raramente viene sviluppata da investitori immobiliari, anche se strutturati e internazionali, essendo costoro più sensibili alle evoluzioni nel comparto "real estate" piuttosto che a disamine del "rischio paese".

IL RISCHIO D'IMPRESA: MODELLO DA "RATING"

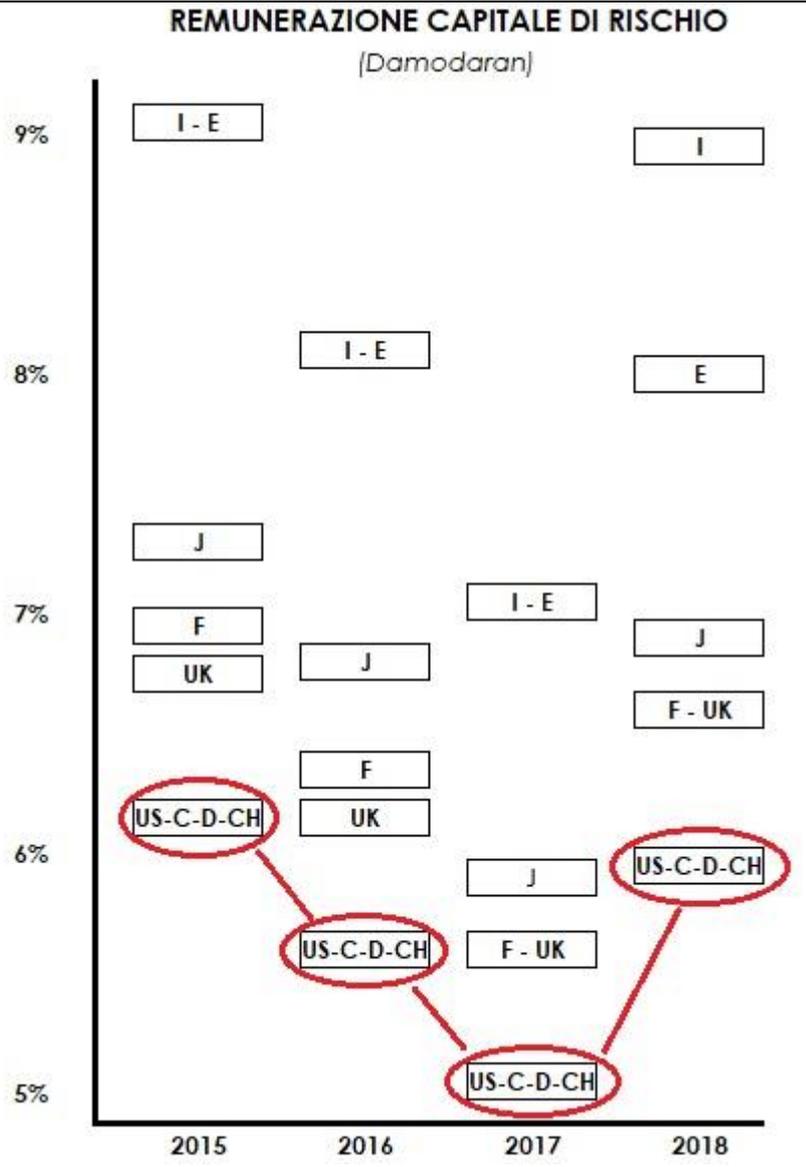
Il precedente capitolo ha confrontato i rendimenti dei titoli pubblici, ma è evidente che un investitore desideri una remunerazione più consistente, atta a coprire anche il cosiddetto rischio d'impresa. Alcuni studiosi hanno approfondito metodologie per misurare detta remunerazione.

Fra i più noti è il Prof. **Damodaran**, che annualmente rileva questa percentuale dal mercato azionario statunitense (all' inizio del 2019, sull'esame del 2018, la stessa è stata determinata pari a 5,96%). Per gli altri paesi non effettua alcuna rilevazione, ma si limita a confrontare i rating nazionali attribuiti dall'agenzia Moody's: se migliore di quello U.S.A. (evenienza che personalmente non mi è mai parso di notare), ERp viene abbassato; viceversa accade nel caso contrario.

Ne deriva una ripartizione a fasce, non esistendo stime puntuali sulle varie nazioni, ma solo un livello base per gli U.S. e l'inserimento dei vari paesi in una fascia coerente col loro rating, come si nota nel diagramma.

Al livello "base", oltre agli Stati Uniti, vi sono altri paesi fra cui Germania, Canada e Svizzera. Tale remunerazione di base, già in calo, è risalita nel 2018.

Il Regno Unito, causa *Brexit*, ora è come la Francia.



L'Italia, da tempo nello stesso scaglione della Spagna, ha visto crescere la remunerazione per il capitale di rischio a causa del deprezzamento del "rating" Moody's occorso nel 2018.

IL RISCHIO D'IMPRESA: MODELLO DA INTERVISTE

Una metodologia completamente diversa segue Pablo **Fernandez**, da anni autore di **interviste mirate a campioni selezionati** e piuttosto consistenti di esperti e imprenditori per comprendere i saggi di remunerazione attesi per il rischio d'impresa. L'iniziativa,

pur lodevole, lamenta alcuni difetti che rischiano di inficiarne gli esiti.

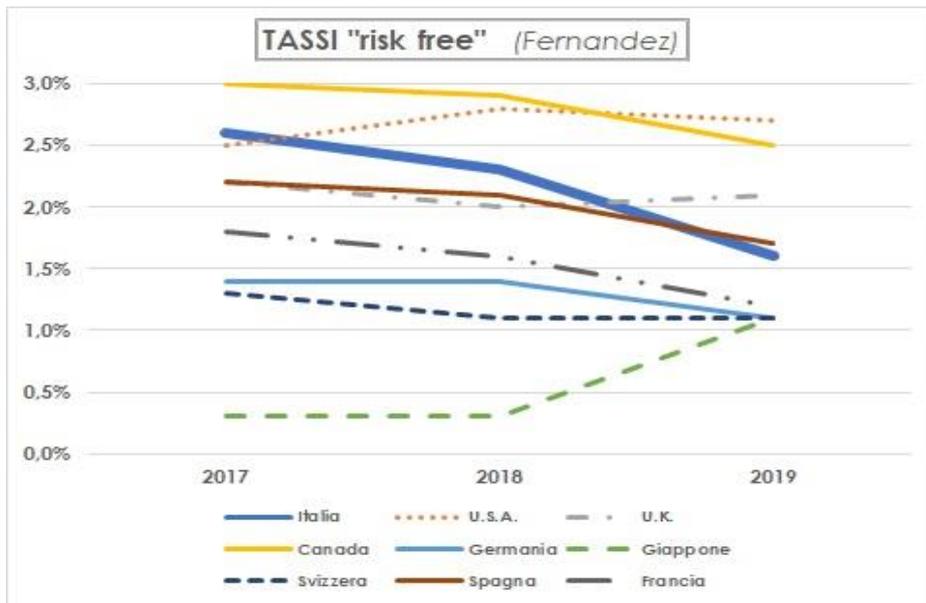
Un primo problema potrebbe derivare da una variabilità e/o mancato controllo del campione: in alcuni paesi si registrano infatti **differenze notevoli** (e apparentemente immotivate) **fra un anno e l'altro**; si vedrà inoltre fra poco che alcuni paesi considerati "virtuosi" raggiungono all'improvviso percentuali molto elevate.

Questo secondo difetto deriva forse da un altro inconveniente: non per tutti gli intervistati potrebbe essere chiaro se sia richiesto un rendimento "ex post" (ossia effettivamente conseguito) o "ex ante" (ossia preteso da chi intende investire, variabile conforme alle necessità degli analisti strategici). Conseguenze di ciò si vedono anche in **una certa sottostima dei tassi**, nonché nell'**elevata variabilità delle risposte** (per alcuni paesi si riscontrano deviazioni standard addirittura di 0,3).

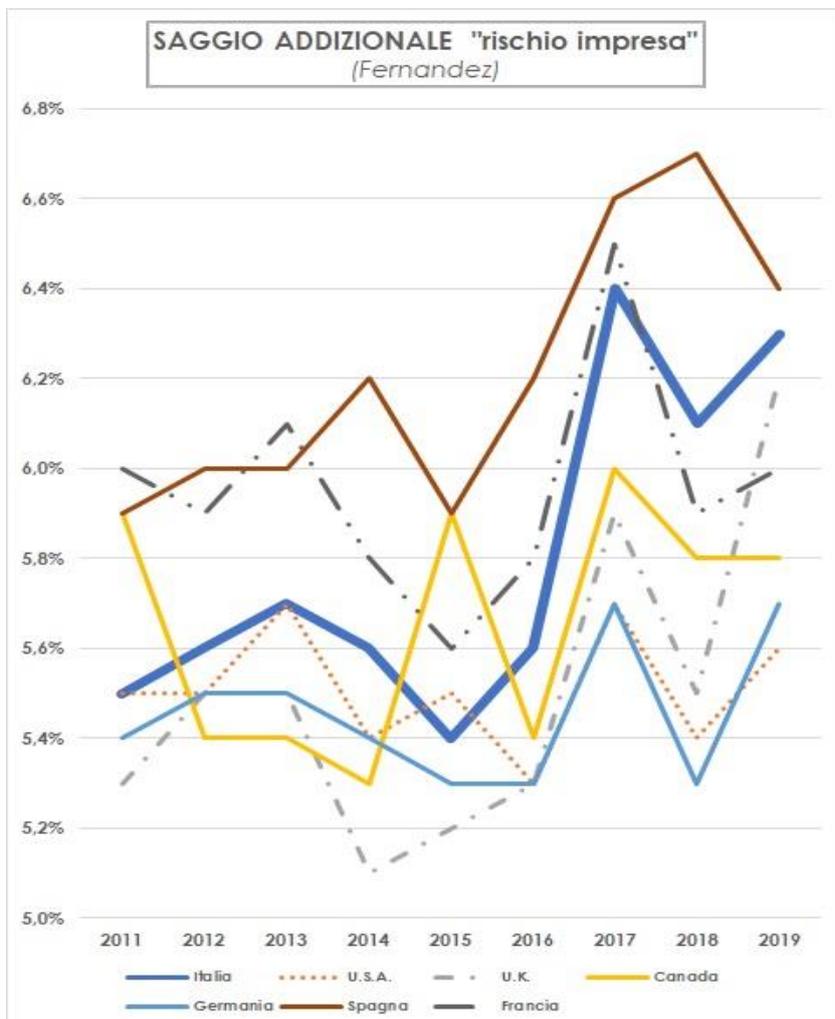
Infine non è chiaro se gli intervistati siano del paese in esame o (e quanti?) investitori internazionali avvezzi a confrontare opportunità e rendimenti in più nazioni. Fra le due, le risposte alle interviste parrebbero validare la prima ipotesi, con saggi simili fra i vari stati e talora addirittura capovolti rispetto a quanto visto in precedenza: è infatti probabile che **gli operatori locali abbiano meno presenti le problematiche relative al rischio paese**.

L'indagine richiede anche la determinazione degli RFr nei singoli paesi, sempre secondo la percezione degli intervistati. Qui il **vantaggio delle risposte** diventa **ancor più variegato**, con differenziali enormi fra saggio minimo e massimo, a conferma di un "panel" che non dimostra una percezione dettagliata delle statistiche riprodotte in precedenza (o che forse riferisce la domanda a orizzonti temporali disomogenei).

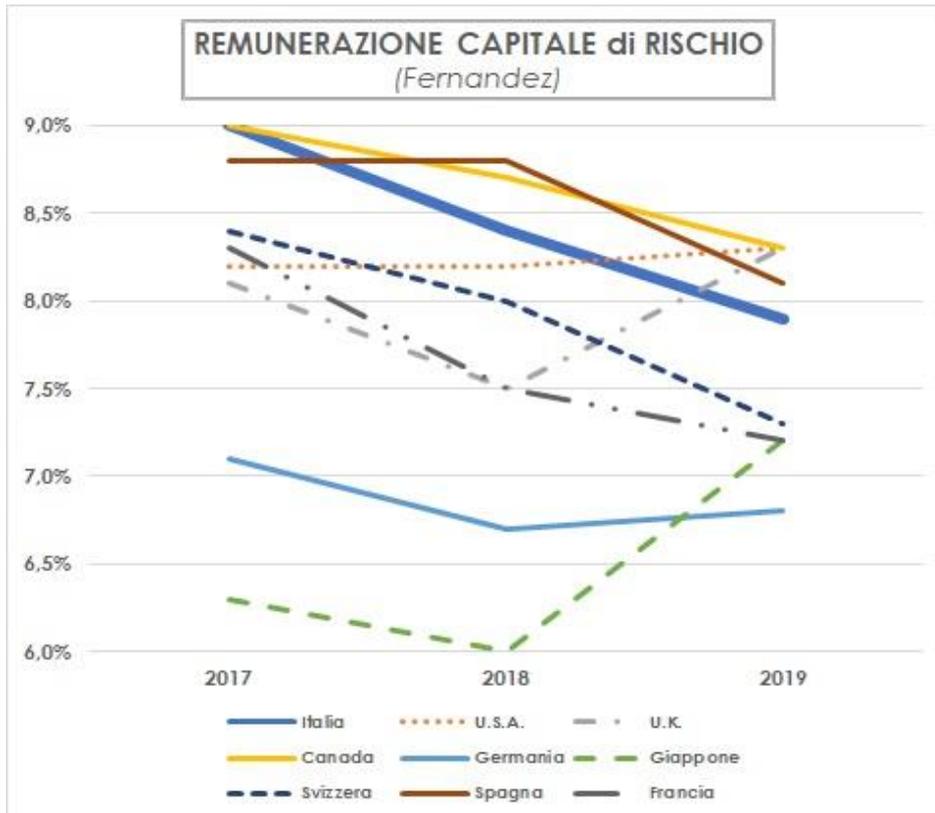
Le spezzate ricalcano solo parzialmente quelle dei rendimenti dei titoli di stato: **l'Italia è scesa al di sotto di U.K. e Spagna**; il paese col tasso più basso è il Giappone (anziché Svizzera e Germania); in nessuno stato è stato percepito un RFr negativo (come invece esistente da anni in alcune nazioni).



Il prossimo grafico evidenzia l'andamento, dal 2011 ad oggi, del saggio di remunerazione aggiuntivo per il rischio d'impresa (da sommarsi a Rfr). Sono stati esclusi Giappone e Svizzera, dal momento che presentavano oscillazioni molto ampie e non facilmente comprensibili.



A livello mondiale si sono registrate due brusche inversioni di tendenza di questi tassi (**salita nel 2017, discesa nel 2018, risalita nel 2019**) che **non collimano con le stime di Damodaran**. Al contempo, la Spagna sembra avere un andamento leggermente difforme. **L'Italia mostra un andamento analogo a quello delle altre nazioni**, con una rilevante impennata nel 2017 (che sia il RendiStato che Damodaran collocano nel 2018). Ma per analizzare meglio la posizione del nostro paese si riporta il grafico riassuntivo, che riporta la **remunerazione complessiva richiesta dalle imprese**.



Il risultato di queste interviste è sorprendente: **l'Italia non è percepita come paese rischioso** per le imprese, e nell'ultimo biennio ha segnato un netto miglioramento. Investimenti non solo in Spagna, ma anche in U.S.A., Canada e U.K. (tre delle quattro nazioni, fra quelle esaminate, coi rating migliori) sembrano necessitare di remunerazioni più elevate. Anche **il gap con i saggi inferiori** (qui ascritti a Giappone e Germania) **si è ridotto da 2,7% a 1,1%**.

Non è questa la sede per sindacare la scientificità o il grado di correttezza di queste diverse metodologie di analisi. Le interviste del Prof. Fernandez presentano comunque un quadro di imprenditori, esperti, addetti ai lavori che palesano **sensazioni non del tutto allineate con gli effettivi andamenti dei mercati finanziari**. Tuttavia, sulla base di tali sensazioni vengono individuati obiettivi, determinate strategie, selezionate opportunità di investimento.

Il fatto che **in questo contesto l'Italia goda di una reputazione superiore alla sua**

finanza pubblica non si spiega solo con una mancanza di attenzione degli imprenditori. I fondamentali che determinano il “*rating*” di un paese e i saggi dei suoi titoli di stato interferiscono solo fino a un certo punto con l'efficacia e l'efficienza del sistema imprenditoriale. E' evidente che scenari apocalittici quali il “*default*” di una nazione o la sua uscita da un sistema monetario o commerciale (vedasi per certi aspetti la stessa Brexit) abbiano ripercussioni notevoli anche sull'economia quotidiana, ma è presumibile che i modelli produttivi e di mercato che orientano le aziende **siano in grado di superare tali crisi**, potendo contare su **margini di flessibilità maggiori** rispetto a quelli concessi alla finanza pubblica. Venendo infine all'ambito immobiliare (peraltro non specificamente esaminato in questo studio), è facile che alcune discrasie su scala internazionale andrebbero ad innescare **differenziali di inflazione** che il cosiddetto “*real estate*” (proprio in quanto “*real*”) dovrebbe automaticamente recuperare.

CONCLUSIONI

La presente analisi, focalizzata sui mercati degli investimenti finanziari, ha presentato le due facce di un'unica medaglia.

Da un lato si sono riportati i risultati strettamente connessi alla finanza pubblica, ai fini dell'individuazione del cosiddetto “**rischio paese**”. I rendimenti dei titoli pubblici hanno evidenziato una situazione non ottimale per l'Italia, che lamenta uno **svantaggio competitivo** rispetto alle altre nazioni esaminate che può venire inquadrato **fra 1% e 2,5%**.

Ciò è stato ribadito dall'analisi del Prof. **Damodaran** che, dopo aver misurato il premio per il rischio d'impresa sui mercati azionari statunitensi (cresciuto parecchio nel 2018, in controtendenza con gli anni precedenti), ha traslato sugli altri paesi gli effetti standard riconducibili ai differenziali rilevati nei “*rating*” di Moody's.

Differente per metodologia e risultanze, l'approccio del Prof. **Fernandez**, fondato su interviste a un “*panel*” qualificato, ha fornito esiti meno allarmanti per il contesto italiano. Gli imprenditori e gli esperti **non percepiscono un livello di rischio d'impresa rigidamente correlato a quello della finanza pubblica**, ma lo stimano su livelli nettamente più contenuti. Investire in Italia o in varie altre nazioni (U.S.A., U.K., Canada) parrebbe equivalente ed anche nei confronti degli stati percepiti come più sicuri (Giappone e Germania) l'eventuale premio aggiuntivo riconducibile al “rischio paese” raggiunge solamente i **100-110 bp**.

Da quanto sopra si possono desumere conclusioni abbastanza precise e articolate.

Da un lato **non si può ignorare l'oggettiva evidenza** dell'analisi dei mercati finanziari. D'altro canto, però, gli investimenti non vengono allocati da calcolatori elettronici o da soggetti che tengono esclusivamente conto di tali dati. Al di là del grado di correttezza e attendibilità delle interviste condotte dal Prof. Fernandez, è indubbio che una pertinente interpretazione dei dati finanziari passi attraverso l'esame delle **effettive ricadute** degli stessi **sulle opzioni degli investitori**.

In questi termini è necessario ricordare che un'analisi meramente finanziaria trascurava le **peculiarità settoriali** connesse al comparto del "*real estate*" (si pensi, ad esempio, al rapporto tra inflazione e rivalutazione immobiliare, oppure alle differenti dinamiche e posizioni delle ciclicità immobiliari nei vari paesi in esame).

In ultimo non si sono qui approfondite le caratteristiche che contraddistinguono e permettono di quantificare il **rischio specifico** di un investimento immobiliare, la cui dimensione eccede molto spesso quella attribuibile al "rischio paese".