

# VINCE CHI SBAGLIA MENO

I possibili esiti di uno scenario complesso e dalle molte variabili sono molteplici, i vincitori e i vinti possono essere decisi dal caso. Il bravo giocatore non è l'esuberante ma colui che coltiva la pazienza e controlla il proprio gioco. Le strategie multi-asset a bassa volatilità rispondono a questa chiamata alla prudenza senza rinunciare alla ricerca di rendimento

Sta succedendo tutto molto in fretta.

Dal 2020 l'economia globale è sottoposta a shock tra loro molto diversi e che si susseguono in continui, bruschi rovesciamenti.

In inizio ci furono le chiusure e i crolli dell'attività economica, le successive riaperture innescarono una domanda sorprendente che trovò impreparata l'offerta; quelle anomalie hanno ridestato l'inflazione da decenni di torpore che, trascurata nella prima fase, è andata via via assumendo caratteri di stabilità, costringendo le banche centrali a invertire in fretta le politiche monetarie.

Anche il profilo dell'economia globale ha cominciato a prendere nuove forme, il controllo e la sicurezza prevalgono ora sui costi e sull'efficienza, si accorciano così le catene dell'approvvigionamento. Finalmente l'emergenza climatica viene avvertita come priorità assoluta, le temperature eccessive danneggiano gravemente le coltivazioni e cambiano strutturalmente le produzioni agricole, sarà più caro anche il carrello della spesa alimentare.

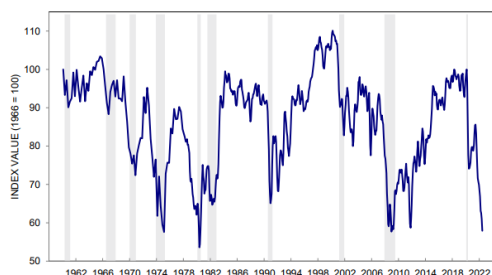
Di queste trasformazioni da conto l'aggiornamento dell'Outlook del Fondo Monetario pubblicato la settimana scorsa. Quest'anno la crescita rallenterà al 3,2% (è stata del 6,1% nel 2021), la revisione al ribasso rispetto alle previsioni formulate in aprile è stata motivata dall'inflazione, che riduce il potere d'acquisto delle famiglie, e dalle politiche monetarie più restrittive. In Cina le autorità di governo riconoscono che l'obiettivo di crescita del 5,5% non verrà raggiunto, l'Outlook del Fondo Monetario prevede un più verosimile 3,3%.

Le ombre della recessione si allungano in Europa dove l'inasprimento della politica monetaria si affianca all'instabilità delle forniture del gas

russo. Sono particolarmente penalizzati i paesi manifatturieri ed energivori come Germania e Italia, quest'ultima alle prese con le elezioni e i nuovi assetti politici che ne usciranno.

Non sorprende dunque che l'indice della fiducia dei consumatori nell'Unione Europea, misurato in una recente ricerca della Commissione, sia sceso in luglio al minimo storico; la fiducia è calata soprattutto in quattro delle sei economie più grandi dell'Unione, Spagna, Germania, Italia e Polonia, più stabile nei Paesi Bassi e in Francia.

I consumatori dall'altra parte dell'Atlantico non sono più ottimisti. Negli Stati Uniti il buon andamento delle vendite al dettaglio in giugno è solo un effetto ottico: il valore più alto è dovuto all'aumento dei prezzi, in termini reali le vendite sono stagnanti, Bloomberg riporta come sia diminuita la spesa anche nei prodotti essenziali. Il risparmio forzoso accumulato durante i lockdown si sta esaurendo e l'indagine sui consumatori del Michigan riflette il crollo della fiducia nel prossimo futuro.



Indice del sentiment dei consumatori (fonte: Survey of Consumers, University of Michigan)



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

Il dato del Pil americano del secondo trimestre sembra dare ragione al sentiment dei consumatori. La stima anticipata giovedì scorso, -0.9%, fa seguito al calo di -1,6% del primo trimestre e ha sorpreso gli analisti che si aspettavano un dato lievemente positivo. Si torna dunque a parlare della "R-word", recessione, la parola che per scaramanzia non si dovrebbe pronunciare mai. Però ricordiamo che parlare di recessione a seguito di due trimestri consecutivi di crescita negativa è più una consuetudine che una vera e propria condizione dell'economia, una "regola del pollice" che semplifica ma non spiega.

Una vera recessione è quando si verifica un calo significativo, diffuso e prolungato dell'attività economica (le tre "D" di "duration", "depth" e "diffusion"), negli Stati Uniti ci sono aree che stanno andando ancora molto bene, le condizioni complessive dell'economia presentano un quadro tutt'altro che recessivo. È improbabile che nei prossimi giorni il National Bureau of Economic Research, l'ente preposto a dichiarare ufficialmente le fasi di recessione e di espansione, sancisca la recessione: il NBER non prende in esame il solo dato del PIL ma molti altri indicatori. Il mercato del lavoro, ad esempio, è ancora robusto, il tasso di disoccupazione è passato da 3,9% a 3,6%, da inizio anno sono stati creati 2,7 milioni di posti di lavoro.

Semmai un indicatore affidabile da tenere d'occhio è quello delle richieste dei sussidi settimanali di disoccupazione, un dato dinamico più puntuale rispetto al tasso di disoccupazione rilevato mensilmente; storicamente, l'aumento delle richieste dei sussidi settimanali è stato un segnale recessivo.



Il modello della Federal Reserve di New York non prevede la recessione nell'economia americana nel prossimo futuro (fonte: GAM Italia, Bloomberg. Gli strumenti finanziari citati sono forniti solo a scopo illustrativo e non devono essere considerati come una raccomandazione di acquisto o di vendita di titoli o di consulenza sugli investimenti. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri)

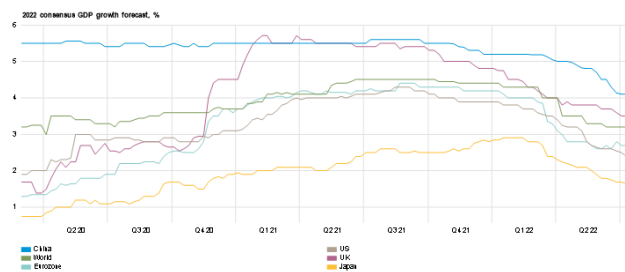
Intanto la Federal Reserve, concentrata sull'inflazione, ha aumentato i tassi di altri 75 punti base. L'aumento non è stato una sorpresa ma lo sono state le parole di Powell: il capo della Fed ha escluso lo scenario recessivo ma ha ammesso l'inevitabilità del rallentamento dell'attività economica e del mercato del lavoro come prezzo da pagare per riprendere il controllo dei prezzi. Il rallentamento dell'economia apre al possibile rallentamento nel ciclo di rialzo, ha detto Powell.

Le sue parole sono confermate dal modello econometrico della Fed di New York che esclude la recessione nell'economia americana nel prossimo futuro. È su questo aspetto che si concentra l'attenzione dei mercati, più sensibili ai segnali di rallentamento che all'inflazione. Siamo al paradosso

delle cattive notizie che sono buone notizie: il rallentamento dell'attività economica e un raffreddamento della domanda per consumi comportano il raffreddamento dei prezzi e l'interruzione delle politiche monetarie restrittive.

È lo scenario incorporato dai prezzi dei titoli a breve: la differenza di rendimento tra il T-Bill scadenza tre mesi a diciotto mesi forward e il rendimento spot mostra come il mercato abbia aggiustato al ribasso le aspettative sugli ulteriori aumenti dei tassi. Inoltre, al dato negativo del Pil i Treasury hanno reagito con un rally dei prezzi.

Il rendimento della scadenza a due anni, sensibile alle aspettative di politica monetaria, è sceso di 0,12 punti percentuali al 2,88%, il rendimento del decennale, più sensibile alle aspettative di crescita e inflazione, ha messo a segno un calo di 0,11% toccando il 2,67%.

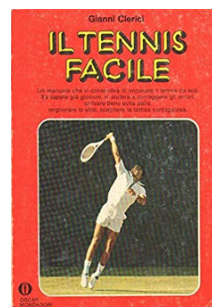


Prospettive di rallentamento della crescita (fonte: GAM Investments, Bloomberg. Gli strumenti finanziari citati sono forniti solo a scopo illustrativo e non devono essere considerati come una raccomandazione di acquisto o di vendita di titoli o di consulenza sugli investimenti. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri).

Sembra quasi che le forze strutturali che hanno tenuto basse crescita e inflazione in tutti questi anni non siano mai andate via davvero ma che siano rimaste in attesa dietro l'angolo: nel 2023 si avveriranno gli effetti delle politiche disinflazionistiche, scrive il Fondo Monetario, la crescita globale sarà inferiore al 3%.

Uno scenario complesso e sfidante per gli investitori che possono comprensibilmente sentirsi smarriti. L'Alpha e il Beta ha già ricordato in passato il fortunato libro di Charles Ellis "Winning the Loser's Game" in cui il leggendario investitore assimila l'attività d'investimento al tennis.

Non esiste un solo gioco del tennis, sostiene Ellis, ma due. Due tipi di gioco tra loro molto diversi, quello dei professionisti e quello dei dilettanti. I giocatori d'élite possiedono potenza fisica e abilità, gli errori sono rari, le capacità sono più o meno equivalenti e le partite si risolvono con qualcuno che dimostra di essere un po' più potente dell'altro.



G. Clerici "Il tennis facile", Mondadori 1972.

Il gioco nei campi amatoriali è del tutto diverso. Salvo eccezioni presenti in tutti i tennis club, i giocatori dilettanti hanno generalmente alle spalle anni di esperienza ma non di allenamenti specifici e, fatte salve appunto le eccezioni (nelle quali sono sicuro molti lettori si riconosceranno!), nelle partite amatoriali non mancano gli errori e gli svarioni.

La migliore strategia per un giocatore dilettante, in gara con qualcuno altrettanto poco esperto, è controllare il gioco, conservare un atteggiamento prudente e non commettere errori, lasciare che sia l'altro giocatore a dimostrare esuberanza esponendosi però anche a maggiori errori. Nel tennis professionistico prevale il giocatore più bravo, in quello amatoriale vince colui che perde meno punti facendo meno errori.

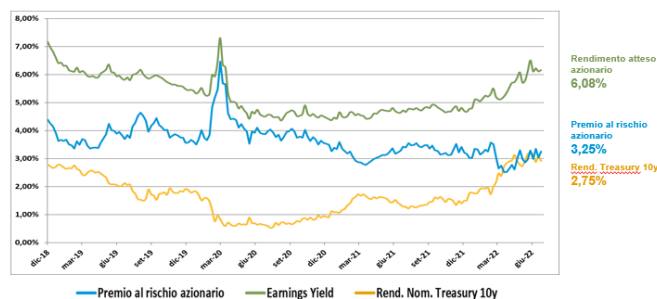
Anche nella gestione di portafogli di investimento, scrive Charles Ellis, vince chi sbaglia meno, soprattutto quando è più difficile riconoscere i segnali dai rumori. Le molteplici fonti di incertezza suggeriscono di fare come il bravo tennista amatoriale, quello che controlla il gioco, non prende rischi eccessivi, non perde punti.

I possibili esiti di uno scenario così complesso e dalle molte variabili sono molteplici, i vincitori e i vinti possono essere decisi dal caso, è ad esempio impossibile prevedere quali saranno le dinamiche dell'inflazione (hanno sbagliato anche i banchieri centrali) che detteranno le scelte di politica monetaria. In queste condizioni imporre il proprio gioco, assumere cioè posizioni sulla base di forti convincimenti, rischia di essere "il gioco del perdente" descritto da Ellis.

Il bravo giocatore negli investimenti non è l'esuberante ma colui che coltiva la pazienza e controlla le emozioni, le strategie multi-asset a bassa volatilità rispondono a questa chiamata alla prudenza. Controllano il gioco e, nello stesso tempo, cercano rendimento esercitando la selettività e la flessibilità, dosando in modo dinamico le diverse fonti di rischio.

Nell'eventualità che si presenti davvero uno scenario fortemente recessivo, argomenta Massimo De Palma nel nostro video settimanale "What's Up GAM!" di martedì scorso, diventano interessanti le obbligazioni governative e societarie. "Sono preferibili alle obbligazioni ad alto rendimento" dice il responsabile del Team Multi-Asset di Milano "le società emittenti carta 'High Yield' hanno generalmente strutture finanziarie più fragili e, soprattutto, sono esposte al rallentamento della crescita".

Il ritorno dell'interesse verso le obbligazioni erode anche l'ultimo degli acronimi rimasti, il TINA: qualche alternativa alle azioni è tornata. Eppure, fatto salvo il ruolo strutturale delle azioni in qualsiasi portafoglio, le correzioni di questo semestre hanno portato il rendimento azionario (l'inverso del rapporto Prezzi/Utili) attorno al 6%, con il premio al rischio stabile.



La compressione delle valutazioni ha portato il rendimento delle azioni al 6% e alla stabilità del premio al rischio (fonte: GAM Italia, Bloomberg). Gli strumenti finanziari citati sono forniti solo a scopo illustrativo e non devono essere considerati come una raccomandazione di acquisto o di vendita di titoli o di consulenza sugli investimenti. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri)

Il tempo e la pazienza, L'Alpha e il Beta lo ripete spesso, sono gli ingredienti del successo.

Non è facile esercitarsi alla "vista lunga", al pensiero di lungo termine, proprio per questo è utile il confronto con un esperto di fiducia che sia anche "terzo" tra le emozioni dell'investitore e il suo risparmio, che lo assista nel diversificare con intelligenza. Perché non si tratta di aumentare il rischio nel portafoglio ma di diversificare tra più fonti di rischio per averne meno.

In occasione delle vacanze una fortunata pubblicità metteva in guardia dai guai che potevano capitare al "turista fai da te" ("ahi ahi ahi"). Vale lo stesso per i risparmiatori, vince chi sbaglia meno, il "fai da te", nei tennis club e negli investimenti, non funziona quasi mai.

L'Alpha e il Beta tornerà lunedì 29 agosto, buone vacanze a tutte e a tutti.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.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.