

DEL TEMPO, DEI CONFINI

Il presentismo affligge anche gli investitori, li distoglie dagli obiettivi di lungo termine del loro risparmio

Lo scorso 28 maggio un originale flash mob ha unito scuole e piazze italiane nella lettura di una poesia, il resto l'hanno fatto i social con l'hashtag #200infinito.

E' stata così riportata alla memoria di tutti la poesia L'Infinito, scritta da Giacomo Leopardi tra la primavera e l'autunno del 1819.

Quindici endecasillabi sciolti che sono diventati i più conosciuti della poesia italiana.

La scelta del poeta di utilizzare versi liberi dagli obblighi formali della rima sembrano svelare il suo intimo sentimento, la libertà metrica avvicina il lettore alla sensibilità del giovane ventenne. Forse anche per questo L'Infinito è la poesia più famosa della letteratura italiana, i suoi versi risuonano nella memoria di tutti, soprattutto gli ultimi, "tra questa immensità s'annega il pensier mio, e il naufragar m'è dolce in questo mare".

L'occasione del duecentesimo anniversario ha fatto riemergere una curiosità minore, in un'ultima stesura del testo il poeta sostituisce la parola "immensità" con "infinità", correzione autografa ben visibile nel manoscritto e recepita in una rara pubblicazione del 1826 intitolata "Versi del Conte Giacomo Leopardi". Il poeta tornò poi alla versione iniziale, preferendo in modo definitivo la parola immensità, come l'altra un quadrisillabo tronco che non pone questioni di metrica.

*Sempre caro mi fu quest'ermo colle,
E questa siepe, che da tanta parte
De' l'ultimo orizzonte il guardo esclude.
Ma sedendo e mirando, l'interminato
Spazio di là da quella, e sovrumani
Silenzii, e profondissima quiete
Io nel pensier mi fingo, ove per poco
Il cor non si spaura... E come il vento
Odo stormir tra queste piante, io quello
Infinito silenzio a questa voce
Vo comparando: e mi sovvien l'eterno,
E le morte stagioni, e la presente
E viva, e il suon di lei. Così tra questa
~~immensità~~^{infinità} s'annega il pensier mio:
E il naufragar m'è dolce in questo mare.*

Al centro della riflessione del poeta ci sono lo spazio, delimitato dalla siepe, e il tempo, indicato dalla condizione del passato ("le morte stagioni"), del presente (la stagione "presente e viva"), e del tempo eterno evocato dai "sovrumani silenzi e profondissima quiete".



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

Il contrasto tra l'immaginazione del giovane favoloso di spazi indefiniti oltre la siepe e il sentire collettivo che innerva il nostro tempo non potrebbe essere più stridente.

Il poeta si abbandona alla dolcezza del mare dell'infinità, un'emozione davvero estranea al presentismo dal quale siamo più o meno tutti condizionati. I sovrumani silenzi e la profondissima quiete al di là della siepe stridono con l'incapacità di alzare lo sguardo dal limite della siepe, dal condizionamento dei confini.

Un altro saggio ancora in vita, "il saggio di Omaha" Warren Buffett, utilizza a sua volta un'immagine campestre per esaltare il valore del tempo (e del capitale) paziente: "se qualcuno oggi se ne sta seduto all'ombra, è perché molto tempo prima qualcun altro ha piantato un albero". Nella filigrana della prosa finanziaria di Buffett si riconoscono gli orizzonti lontani vagheggiati dal giovane poeta di Recanati: se vuoi evitare le insidie comportamentali, e gli errori che fatalmente ne derivano, resta concentrato sul lungo termine. Non fissarti sulla siepe, guarda piuttosto "l'interminato spazio di là da quella", il lungo periodo ha sempre premiato i capitali pazienti e i loro proprietari.

"Deciens repetita placebit", piacerà anche se ripetuta dieci volte diceva Orazio, e allora vale la pena ripetere quanto diceva Benjamin Graham, maestro dell'ortodossia e dell'ortoprassi "value", "il maggior problema dell'investitore anzi, il suo peggior nemico, è probabilmente lui stesso".

Gli errori dovuti a comportamenti errati, in altre parole gli errori dovuti a decisioni prese sull'emozione o sull'ansia, sono i più costosi. L'antidoto è nell'impegno a restare coerenti al metodo, mantenere la concentrazione sugli obiettivi di lungo periodo, non lasciarsi distrarre dai movimenti dei mercati.



"Investing isn't about beating others at their game, it's about controlling yourself at your own game" Benjamin Graham, The Intelligent Investor

Guardare oltre la siepe significa osservare con intelligenza ai movimenti del mercato, in modo particolare ai segnali che nelle ultime settimane hanno dato i mercati obbligazionari: i rendimenti dei titoli governativi di qualità sono ulteriormente scesi sotto la pressione delle tensioni commerciali (con la new entry dell'intensificazione dei contrasti tra Stati Uniti e Messico) e delle rinnovate incertezze politiche in Europa.

Il rendimento del Bund è ai minimi, il Treasury è tornato sotto il rendimento del titolo a tre mesi, come accaduto a fine marzo. Sono segnali che rivelano l'idea che il rallentamento dell'economia non risparmierà neppure gli Stati Uniti. Il deterioramento delle relazioni con la Cina non può che peggiorare le cose, un rallentamento pronunciato non lascerebbe indenni le società americane più indebitate e già alle prese con la compressione dei margini, un taglio dei costi passerebbe per la riduzione dei posti di lavoro.

Un insieme di fattori che "mette pressione alla Fed spingendola a un taglio dei tassi che sia compensazione dei venti contrari" scrive il Financial Times.



Crollata la crescita del commercio internazionale. Fonte: OECD Economic Outlook, 2019 <https://doi.org/10.1787/b2e897b0-en>

Pensiamo che un intervento della Fed sia prematuro, il prezzo di esercizio della "Powell Put" è a nostro giudizio molto al di sotto degli attuali livelli di mercato. In ogni caso prepariamoci ad una estate calda, non solo nelle temperature.

Un popolare adagio della disciplina economica, "non esistono pasti gratis", ricorda con efficace brevità che in economia nulla è in cambio di nulla, ci sono sempre dei costi da sostenere.

Anche i pasti alla mensa solidale sono gratuiti agli avventori perché qualcuno ne ha sostenuto il costo. Eppure per Harry Markowitz almeno un pasto gratis esiste, ed è la diversificazione del portafoglio ("il solo pasto gratis in finanza è la diversificazione").

Gli investimenti tematici aiutano ad affrancare il portafoglio dal presentismo (vedi L'Alpha e il Beta del 4.3.2019), gli investimenti obbligazionari di nicchia concorrono ad aumentare il grado di decorrelazione del portafoglio, con lo scopo, per dirla con Christine Benz di Morningstar, di "avere qualcosa che resista quando le azioni correggono, o che riesca addirittura a guadagnare qualcosa".

Un ampliamento della diversificazione obbligazionaria può comprendere le emissioni MBS (Mortgage Back Securities) legate al mercato immobiliare. Sono strumenti che divennero noti al grande pubblico perché furono al centro della tempesta perfetta della crisi del mercato immobiliare americano e della Grande Crisi Finanziaria. La diffidenza è comprensibile, ma dopo dodici anni lo scenario è cambiato radicalmente, le obbligazioni legate al mercato immobiliare offrono rendimento in uno scenario in cui è ancora difficile trovarlo (il rendimento del Treasury è pressoché azzerato dai costi di copertura).

Il segmento delle emissioni MBS vale otto trilioni di dollari, rappresenta il 23% del mercato obbligazionario americano e il 15% di quello globale, è molto diversificato al suo interno e più robusto rispetto alle condizioni pre-crisi, il rischio sistemico si è notevolmente ridotto. Le emissioni più recenti, anche grazie a più severi requisiti regolamentari, sono di elevata qualità.

Per il resto dell'anno è ragionevole attendersi un aumento del volume delle emissioni, alti standard qualitativi e di performance. "Grazie alla bassa disoccupazione, a minori livelli di debito al consumo rispetto al reddito e grazie anche all'aumento dei prezzi delle case, il tasso di insolvenze è sceso a livelli non visti dagli anni '90" affermano Gary Singletery e Tom Mansley di GAM, esperti del settore.



Tasso di insolvenze nel mercato immobiliare USA rispetto ai crediti complessivi. Fonte: GAM, Bloomberg.

Nelle atmosfere rarefatte degli strumenti di credito un po' più complessi troviamo i Discounted Perpetual Floating Rates Notes (DISCO, niente a che vedere con la musica di quando avevamo capelli lunghi e notti lunghissime), i Constant Maturity Swap (CMS) e i Constant Maturity Treasury (CMT). Strumenti di debito subordinato emessi anni fa, nel vecchio regime normativo, dai margini contenuti (mediamente sotto i 50 punti base) e scambiati a sconto. I DISCO sono in gran parte denominati in dollari, emessi da banche americane negli anni '80 e indicizzati al Libor, i CMS e i CMT sono denominati soprattutto in euro, emessi da banche e assicurazioni negli anni 2000, indicizzati ai tassi degli swap decennali o ai rendimenti dei bond governativi.

Type of instrument	Maturity	Coupons	Write-down language	Coupon Deferral	Regulatory capital rank
DISCO	Perpetual, callable periodically after first non-call period	Floating rate, indexed to Libor (margin typically below 50bps)	N/A	Optional deferral, cumulative	Tier 2*
Banks CMS/CMT	Perpetual, callable periodically after first non-call period	Floating rate indexed to swap or government bond rates (margin typically below 50bps)	N/A	Discretionary, non-cumulative	Tier 1*
Insurance CMS/CMT	Perpetual, callable periodically after first non-call period	Floating rate indexed to 10-year swap rates or government bond yields (margin typically below 50bps)	N/A	Optional deferral, cumulative	Tier 1*
Insurance Tier 2	At least ten years	Fixed or fixed-to-floating (usually 100bps coupon step)	N/A	Optional deferral, cumulative	Tier 2
Banks Tier 2	At least five years	Fixed or fixed-to-floating (no coupon step)	N/A	Mandatory	Tier 2
Bank Additional Tier 1 (AT1)	Perpetual, minimum five-year non-call	Fixed-to-floating (no coupon step)	Contractual trigger level (5.125 or 7%) or point of non-viability (PONV)	Fully discretionary, non-cumulative	Tier 1
Insurance Restricted Tier 1 (RT1)	Perpetual, minimum five-year non-call	Fixed-to-floating (no coupon step)	Contractual trigger level (usually 75% of requirements or lower than 100% for three months)	Fully discretionary, non-cumulative	Tier 1

Le principali caratteristiche dei titoli Discount Perpetual. Fonte: GAM, Atlanticomnium.

Per le loro caratteristiche (cedola variabile e bassi margini), sono strumenti adeguati all'aumento dei tassi e al restringimento degli spread e, in effetti, nell'ultimo periodo le emissioni in dollari hanno beneficiato dell'incremento dei tassi negli Stati Uniti.

I filmati di esibizioni pericolose sono sempre accompagnati da avvertimenti che diffidano dal ripetere a casa i contenuti del filmato in cui operano stuntman professionisti. Vale lo stesso per questo tipo di classe di attivo, le obbligazioni MBS e i Discounted Perpetuals richiedono elevata conoscenza del settore e competenze specifiche. Il modo migliore per beneficiare dei loro vantaggi è utilizzarli come strumenti di investimento collettivo o, meglio ancora, all'interno di strategie multi-asset a bassa volatilità.

Nel luglio del 1820 Leopardi annota nello Zibaldone che "l'anima s'immagina quello che non vede, che quell'albero, quella siepe, quella torre gli nasconde, e va errando in uno spazio immaginario, e si figura cose che non potrebbe, se la sua vista si estendesse da per tutto, perché il reale escluderebbe l'immaginario". Il poeta supera la finitezza dei confini e immagina una dimensione quasi fantastica fatta di spazi infiniti, di silenzio e di quiete.

La siepe che ostacola lo sguardo dell'investitore è il presentismo. Senza abbandonare la concretezza del "qui", ma senza neppure esserne asservito, l'investitore ricordi che l'unico pasto gratis della finanza, la diversificazione, la fedeltà al metodo e il tempo paziente sono i tre strumenti che concorrono alla sua stessa quiete.

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.