

# EXIT STRATEGY II: IL RICCIO E LA VOLPE

Si allarga la distanza tra Wall Street e Main Street, l'enorme liquidità ancora immessa nel sistema è come steroidi che favoriscono l'appetito per il rischio ma aumentano l'entropia. In questo scenario l'investitore deve farsi riccio e volpe

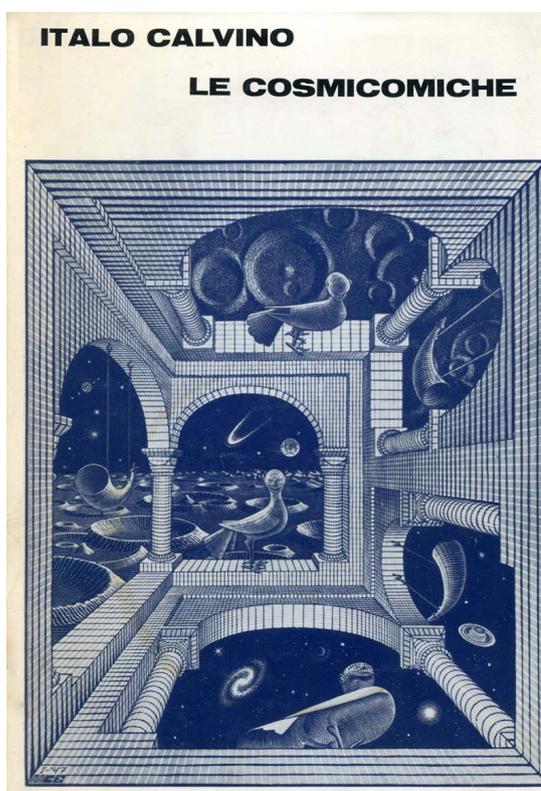
Una volta la Luna era vicinissima.

"Voi non ve ne potete ricordare ma io sì. L'avevamo sempre addosso, la Luna, smisurata". Comincia così il primo racconto delle Cosmicomiche di Italo Calvino, "La distanza dalla Luna", favola commovente di quando, nelle notti di plenilunio "chiare come di giorno, ma di una luce color burro", andare sulla Luna era "semplice e bellissimo".

Finché un colpo di pertica la respinse via, ne assecondò l'allontanamento, l'accompagnò "sulla sua orbita più distante".

In queste settimane di sosta forzata a casa, la scrittura di Calvino può essere una consolatoria compagnia, Le Cosmicomiche sono una raccolta di racconti fantastici, con costanti riferimenti a verità scientifiche e percorsi da una vena di umorismo che li rende leggeri.

Ai nostri cuori disincantati, però, "La distanza della Luna" è una favola che evoca anche altre, più prosaiche distanze.



Italo Calvino "Le Cosmicomiche", copertina della prima edizione Einaudi del 1965



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

Ad esempio la distanza che separa borse esuberanti, che celebrano la fine dell'emergenza sanitaria, dalle prospettive economiche del "dopo".

Eppure la ripartenza non sarà un interruttore che, girato su "on", rimetterà semplicemente in moto gli ingranaggi. Le cose saranno più complicate, interi settori avranno bisogno di tempo per ripartire, centinaia di micro-filiere produttive dovranno fare i conti con l'interruzione delle forniture. La ripartenza sarà un faticoso processo di lenta ricostruzione delle catene del valore compromesse dai lockdown.

Alle economie di Europa e Stati Uniti la prima metà dell'anno costerà una caduta del PIL attorno al 25%, se anche la seconda metà dell'anno fosse segnata da una ripresa decisa, la diminuzione del PIL complessivo del 2020 sarebbe tra il 6% e l'8%. Il WTO stima, sempre per il 2020, una diminuzione del commercio internazionale compresa tra lo scenario ottimistico del -13% e quello peggiore del -32%.

L'ampiezza della forchetta si spiega con due ragioni: l'imprevedibilità di questa crisi, di natura extra-economica, e l'incertezza su quale sarà il tempismo, e l'efficacia, degli interventi pubblici a difesa di produzione, lavoro e redditi.

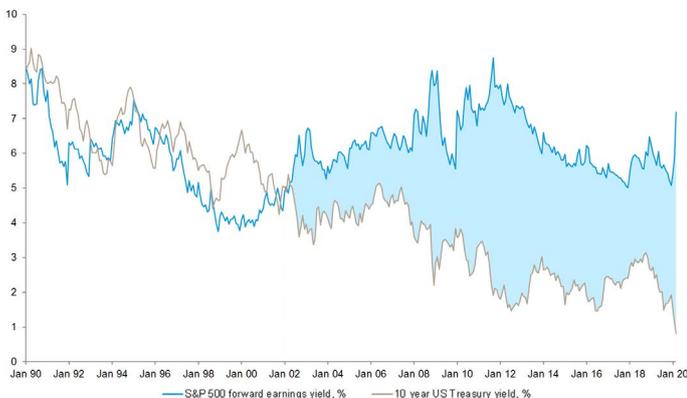
Il trimestre che è appena terminato è il secondo peggiore dal 2008, le borse mondiali hanno perso un quinto della loro capitalizzazione. Ma nei giorni a cavallo tra i due trimestri, grazie agli annunci di banche centrali e governi, le borse hanno ripreso vigore.

Dai massimi del 19 febbraio l'indice S&P 500 aveva perso fino a -35,3%, quindi è risalito per circa la metà, la settimana scorsa era a -17,7%, recupero guidato principalmente dalle grandi società, più indietro le società a piccola e media capitalizzazione.

Il mercato sembra essere tornato alla compiacenza, il premio al rischio azionario è di nuovo elevato e il rally del Treasury amplifica ulteriormente i differenziali di rendimento.

Le valutazioni azionarie, che a metà marzo sembravano interessanti pur in presenza dell'incertezza da coronavirus, sono tornate care, il P/E dello S&P 500 era 13,3 il 23 marzo, 18 il 9 aprile.

Le valutazioni scontano più la nuova, enorme ondata di liquidità che le prospettive degli utili societari.



Fonte: GAM, Bloomberg, ERP defined as Equity Risk Premium, S&P 500 forward earnings yield - 10yrs US Treasury yield, %.

Venerdì 9 aprile la Federal Reserve ha calato un altro carico, ulteriori 2.300 miliardi di dollari di prestiti indirizzati in larga parte al segmento delle società "high yield". Dal canto suo Powell è stato tutt'altro che oracolare alla maniera di Greenspan, le sue parole inequivocabili, la Fed userà i suoi poteri "energicamente, proattivamente e aggressivamente" fino a quando l'economia americana avrà superato la crisi derivante dall'emergenza Covid-19.

Si amplia la distanza tra Wall Street e Main Street, tra l'economia di carta e quella del bullone e della lamiera, ancora liquidità nel sistema, steroidi che favoriscono l'appetito per il rischio e aumentano l'entropia nel lungo termine.



L'indice VIX mostra il ritracciamento della volatilità. Fonte: GAM Italia, Bloomberg.

La settimana scorsa L'Alpha e il Beta citava la Morale degli scacchi di Benjamin Franklin. Lo scienziato, eccellente giocatore, descrive le quattro caratteristiche necessarie per il buon gioco: lungimiranza, circospezione, cautela e l'attitudine a non scoraggiarsi.

In quell'occasione applicavamo le regole degli scacchi al buon governo della crisi, possiamo prendere le stesse caratteristiche e "calzarle" sull'identikit del bravo investitore.

Lungimirante, capace di uno sguardo che vada oltre l'immediato, il buon investitore è consapevole delle conseguenze che avranno nel futuro le scelte compiute oggi. In linguaggio moderno diremmo che la lungimiranza di Franklin coincide con la pianificazione del portafoglio nel lungo periodo.

La circospezione è la capacità della visione d'insieme, il risparmiatore circospetto sa incastonare questa crisi nel contesto storico, valuta le sue caratteristiche esogene.

La cautela lo frena dal compiere scelte impulsive.

La quarta e ultima caratteristica, la resilienza, non è tanto la capacità di evitare o di resistere agli eventi negativi ma la virtù di assorbirli e superarli.

Quattro caratteristiche che andrebbero tenute a mente perché c'è un'altra distanza che interpella direttamente gli investitori e assomiglia all'ampiezza colmata dal movimento ad arco di un pendolo.

Il loro sentiment oscilla tra il polo dell'ottimismo, quando nelle giornate di borsa prevalgono le notizie sul calo dei contagi, e quello del pessimismo, quando fanno premio le stime dei costi del post-crisi.

“Abbiamo tutti gli stessi dati riguardo al presente, la medesima ignoranza riguardo al futuro” scrive Howard Marks a proposito del disorientamento degli investitori.

Le enormi risorse messe a disposizione dalle banche centrali e dai governi aprono, o per meglio dire riaprono, a uno scenario di debito elevato, di tassi bassi e di rendimenti obbligazionari ancora schiacciati al pavimento.

Come in un gioco dell'oca, si torna a una casella familiare, quella in cui la ricerca di rendimento si fa difficile e la tentazione è quella di alzare l'asticella del rischio tasso e del rischio emittente. Possiamo scordarci per il prossimo futuro i dividendi ma possiamo continuare a guardare al credito di qualità. Gli spread si sono allargati, piove sul giusto e sul malvagio, in questi momenti si presentano occasioni interessanti e la parola chiave è selettività.

L'invito a non distribuire dividendi, rivolto dalle banche centrali agli istituti di credito vigilati, è una pessima notizia per gli azionisti ma un'ottima notizia per gli obbligazionisti che beneficiano di un ulteriore consolidamento delle strutture patrimoniali.

L'offerta di carta non manca, le società approfittano dei massicci piani di acquisto delle banche centrali e aumentano le emissioni: 260 miliardi di dollari emessi in marzo dalle sole società investment grade negli Stati Uniti.

Nei momenti di incertezza radicale si rivela preziosa la gestione attiva, la selezione rigorosa di titoli e settori, i gestori professionali sanno riconoscere e soppesare la qualità degli emittenti, quali società resisteranno meglio alle conseguenze economiche della pandemia, quali pagheranno conti elevati.

Filosofo, scienziato sociale, storico delle idee, Isaiah Berlin operò un'originale distinzione nella storia del pensiero.

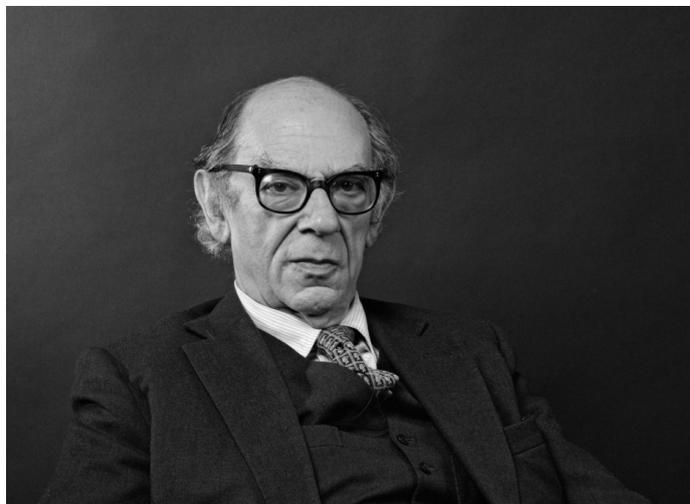
“C'è un frammento del poeta greco Archiloco” scrive Berlin “in cui leggiamo ‘la volpe conosce molte cose ma il riccio ne conosce una grande’”.

Il riccio si concentra su un'unica grande idea, la volpe invece non ha una sola visione del mondo, piuttosto ha un approccio disincantato, è affascinata da molte idee anche tra loro diverse.

Berlin assimila al riccio pensatori come Platone e Hegel, scrittori come Dostoevskij e Proust, grandi uomini che “riferiscono tutto a una visione centrale, a un sistema più o meno coerente e articolato, con regole che li guidano a capire, a pensare e a sentire, un principio ispiratore, unico e universale, il solo che può dare un significato a tutto ciò che essi sono e dicono”.

Più simili alla volpe sono Aristotele, Erasmo da Rotterdam, Shakespeare, Molière, Joyce “che perseguono molti fini, spesso disgiunti e contraddittori, magari collegati soltanto genericamente, de facto, per qualche ragione psicologica o fisiologica, non unificati da un principio morale ed estetico”.

Da una parte dunque la solidità di un'idea forte, l'ancoraggio a un sistema di pensiero che spiega il mondo, dall'altra il riconoscimento della complessità del mondo e l'impossibilità di comprenderlo davvero con un'unica scala di valori.



Isaiah Berlin (1909 – 1997)

Berlin, che nel 1917 era a San Pietroburgo, testimone della rivoluzione, era un fiero avversario di ogni totalitarismo, di qualsiasi forma di dogma culturale, la sua preferenza è naturalmente per lo stile di pensiero “volpe”, laico, aperto, disincantato, anche a costo di contraddizioni.

Ma anche la preferenza a un sistema che ammetta pluralità di valori rischia di diventare a sua volta un dogma, il risparmiatore dovrebbe essere un po' riccio e un po' volpe.

Riccio perché fedele al metodo di investimento adottato, volpe perché capace di flessibilità, di adattamento a scenari cangianti. Il metodo coincide con la pianificazione, con il sangue freddo anche in momenti complicati e giornate di borsa pesanti, la flessibilità della volpe sfrutta le occasioni che si presentano sempre diverse.

Il risparmiatore volpe cavalca l'onda positiva delle borse, sostenute anche dalle notizie del recupero cinese, resta guardingo sulle insidie che non mancheranno nel prossimo futuro.

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