

NON APRITE QUELLA PORTA

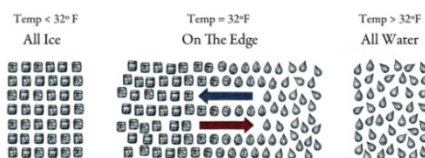
L'aumento della densità nei volumi, nella liquidità, nel numero degli operatori online rende lo scenario dei mercati più vulnerabile alle frenate della razionalità economica

Capita continuamente, in autostrada si procede normalmente, poi si è costretti a frenare all'improvviso e ci si trova fermi in coda. Quando ci si rimette in marcia non si scorgono lungo la strada segni che rivelino la causa dell'inattesa interruzione, ci si ferma e si riparte senza capirne la ragione.

Il fenomeno delle "code a fisarmonica" si verifica quando il traffico è intenso, le auto procedono ravvicinate, la frenata del primo veicolo costringe il secondo a frenare a sua volta, e così il terzo e tutte le altre macchine che seguono.

Quando poi le luci dei freni della prima vettura si spengono e si riprende la marcia, l'automobilista che segue toglie a sua volta i piedi dal freno ma tornerà alla velocità precedente con qualche secondo di ritardo. Anche il conducente della terza vettura si accinge a ripartire ma con un ritardo ancora maggiore e così via, quanto più lunga è la coda tanto più tempo è necessario per tornare alla velocità iniziale.

I primi studi sulla teoria delle code risalgono al 1909, quando un ingegnere danese si occupò dei tempi di attesa nelle comunicazioni telefoniche: c'è una richiesta di connessione (l'arrivo), l'attesa (la formazione della coda) e quindi lo smaltimento della richiesta (il processo di servizio). In termini formali, il problema dell'attesa della connessione telefonica nei primi anni del Novecento non è diverso dalle code in autostrada, i termini comuni sono la densità e la fase di transizione. Nelle ore di punta, o nei giorni delle partenze estive, sulle strade e autostrade si verifica un cambio di densità delle auto in circolazione, il traffico passa dalla condizione di fluidità a quella di densità e le reazioni allo stesso fenomeno, una frenata, hanno conseguenze diverse.

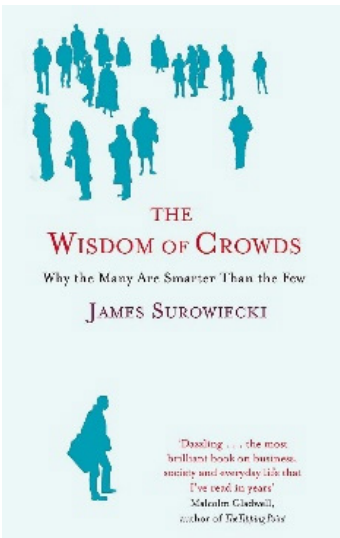


Il superamento di date soglie di temperatura altera le condizioni di equilibrio delle molecole di acqua. Fonte: S. Bahcall "Loonshots", 2019.

Analogamente a quanto accade in autostrada, anche la liquidità globale ha superato la soglia critica e i mercati si trovano in una fase di transizione da una condizione all'altra, in fragile equilibrio tra la normalità e la vulnerabilità. L'aumento delle densità nella liquidità, nei volumi, nella velocità degli scambi, rende le condizioni generali più precarie e fa aumentare le anomalie. Le scorribande dei Redditer e dei Robinhooder sono l'equivalente delle code improvvise in autostrada, episodi che ci portano lontanissimi dalla "saggezza delle folle" di cui parla James Surowiecki, ovvero quando la mediana di un numero sufficientemente alto di opinioni approssima con sorprendente precisione un qualsiasi valore reale, ad esempio il peso di un bue a una fiera del bestiame.



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



James Surowiecki racconta l'episodio di Francis Galton che, esaminando i risultati di una lotteria a una fiera di bestiame in cui si doveva indovinare il peso di un bue, scoprì che il valore mediano delle risposte era molto prossimo al dato reale, la risposta collettiva più accurata delle singole risposte. Fonte: J. Surowiecki "The Wisdom of Crowds", 2004.

L'effetto "saggezza delle folle" è azzerato dall'"effetto Rete", la voce di quello che parla più forte innesca la frenata della razionalità economica, un fatto che sarebbe senza conseguenze in condizioni ordinarie ma, nel traffico congestionato delle distorsioni causate da tassi bassi, liquidità e costi stracciati per il trading, è causa di stop improvvisi non spiegabili dall'esperienza economica.

Un superamento di soglia critica è avvenuto anche nei volumi delle strategie indicizzate. E' noto che il fondamento concettuale delle strategie passive poggia sull'ipotesi dei Mercati Efficienti per cui nei prezzi sono comprese tutte le informazioni disponibili. Se si accetta l'ipotesi dell'efficienza dei mercati, si accetta anche l'enunciato che qualsiasi tentativo di "battere il mercato" è un abbaglio, l'allocazione passiva sull'intero indice resta la soluzione più efficiente.

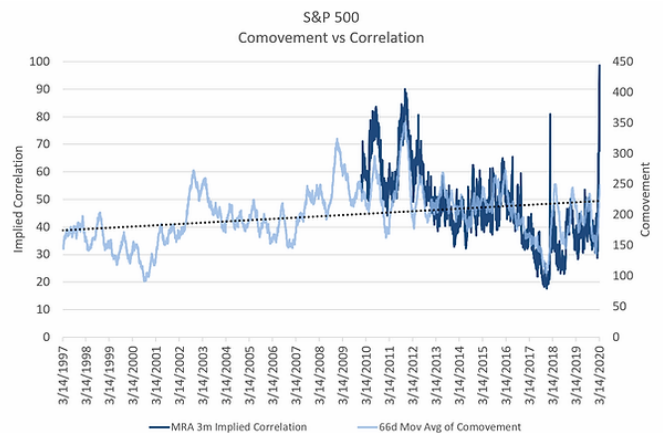
Nell'approccio passivo la premessa maggiore è l'efficienza del mercato, la premessa minore è l'allocazione proporzionale delle risorse, il terzo predicato è che l'investitore passivo deve costantemente adeguare il portafoglio: a fronte di flussi incrementali è costretto a comprare, insensibile ai prezzi e alle valutazioni che importano invece, eccome, al gestore attivo.

Michael Green, Partner e Chief Strategist di Logica Capital, in un paper del marzo 2020 argomenta che ogni dollaro incrementale affidato a un gestore attivo ha un effetto di 2,5 dollari sulla capitalizzazione aggregata del mercato. Green spiega il multiplo con il premio che il compratore è disposto a pagare per convincere la controparte a vendere.

Quando il dollaro incrementale è invece affidato al gestore passivo, mantenere l'equilibrio significa comprare proporzionalmente il mercato, ma in questo caso il multiplo sale a 17 dollari, un impatto molto maggiore dovuto all'automatismo che non prevede alcuna discrezionalità.

Il meccanismo delle strategie passive costringe ad acquistare sempre, in un circolo vizioso in cui la domanda di azioni cresce perché crescono i prezzi, che a loro volta crescono perché cresce il peso delle azioni negli indici. Una condizione molto diversa dalla gestione attiva dove il gestore valuta se, quando e come investire quell'euro, potendo scegliere di pazientare e rimandare l'investimento.

Il mercato non può funzionare senza attori che ne cerchino le distorsioni e le arbitraggino, lo stesso John Bogle, pioniere delle strategie indicizzate, ha riconosciuto il pericolo di avvitamento del mercato azionario al superamento di certe soglie di volumi nelle strategie passive: "se tutti adottassero l'approccio indicizzato, l'unica parola che si potrebbe usare è 'caos', 'catastrofe', il mercato fallirebbe".



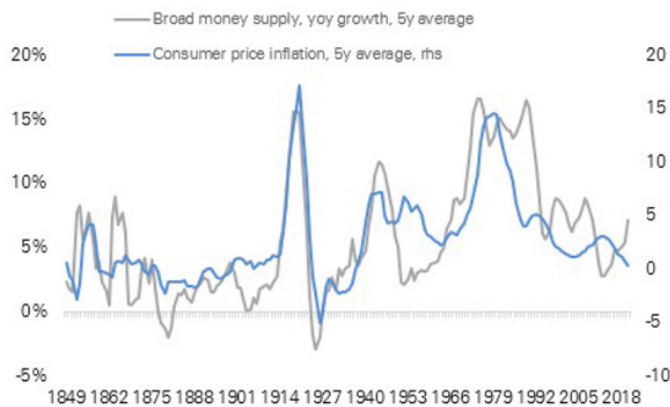
Il successo delle strategie passive ha aumentato la correlazione all'interno dello S/P 500 (fonte: M. Green, "Policy in a World of Pandemics, Social Media and Passive Investing", Logica Capital, mar 2020)

Il rischio di un altro e diverso superamento di soglie critiche si annida negli aiuti fiscali alle maggiori economie del mondo. A Washington si discute del nuovo pacchetto di 1,9 trilioni di dollari, in Europa i paesi dell'Unione si apprestano a investire le risorse del Next Generation Plan, importi impensabili appena pochi anni fa, e la Cina festeggia l'ingresso nel nuovo anno del Bue con una robusta e credibile ripartenza, unica economia ad aver chiuso il 2020 con il PIL in crescita grazie a massicci investimenti pubblici nelle infrastrutture (vedi L'Alpha e il Beta del 18.1.2021 "L'Anno del Bue").

C'è chi mette in guardia dagli effetti di nuovi stimoli fiscali. “Non aprite quella porta”, sembra dire Larry Summers, “stimoli di questa dimensione innescheranno pressioni inflazionistiche come non abbiamo visto in una generazione”, timori condivisi da Oliver Blanchard che vede sproporzione tra le dimensioni del pacchetto di aiuti in discussione e l'output gap dell'economia americana, ovvero la differenza tra le condizioni reali e il risultato potenziale a pieno impiego dei fattori produttivi.

Altri non sono altrettanto impensieriti. Paul Krugman ritiene che il costante progresso digitale e le condizioni del mercato del lavoro (una curva di Phillips piatta) consentano condizioni di piena occupazione e pieno impiego dei fattori produttivi con solo un “modesto surriscaldamento inflazionistico”. Sulla stessa lunghezza d'onda Janet Yellen: il nuovo Segretario al Tesoro conferma, nella sua prima audizione al Senato, che con questi tassi conviene ragionare in grande e che gli stimoli faranno tornare l'economia americana alla piena occupazione non prima del 2022.

In ogni caso, le pressioni inflazionistiche si avvertono, sono aumentati i costi del trasporto, la crescita dei prezzi pagati dai produttori è la più alta degli ultimi dieci anni e negli Stati Uniti aumenta il costo del lavoro. I nuovi livelli di break-even segnalano un'inflazione a 2,2% negli Stati Uniti per i prossimi dieci anni, in Germania Jens Weidman torna a mettere in guardia da un'inflazione al 3% e, senza sorpresa, invita ad aggiustare in senso meno accomodante la politica monetaria una volta tornati alla normalità.



Nel lungo termine c'è stretta relazione tra offerta di moneta e inflazione. Fonte: GAM Investments, feb 2021.

Un'inflazione in aumento può essere un problema, soprattutto per le obbligazioni, ma sarebbe pur sempre il risultato di economie in crescita: con l'affidabilità e l'efficacia dei vaccini, cresce la speranza di un prossimo ritorno alla normalità e corrono le borse, con nuovi record segnati la settimana scorsa dall'indice delle azioni globali (guidate dal listino cinese, il miglior modo per festeggiare l'avvio del nuovo anno lunare). L'idea della ripartenza e del ripristino della normalità alimenta l'ottimismo che amplifica le buone notizie e minimizza quelle meno buone. La speranza è quella del ritorno al “mondo di ieri”, non quello rimpianto da Stefan Zweig ma quello di cui conserviamo vivida memoria e che le somministrazioni vaccinali fanno finalmente intravedere. I prezzi delle commodities hanno già beneficiato del cambio di scenario e ora tocca a società e settori sensibili alle dinamiche cicliche.

Umori e prospettive puntualmente registrate dall'aumento dei rendimenti obbligazionari ma il mercato azionario ha ancora margini, il premio al rischio dello S/P 500 è attorno al 3% su rendimenti reali fino ad ora rimasti sostanzialmente immutati.

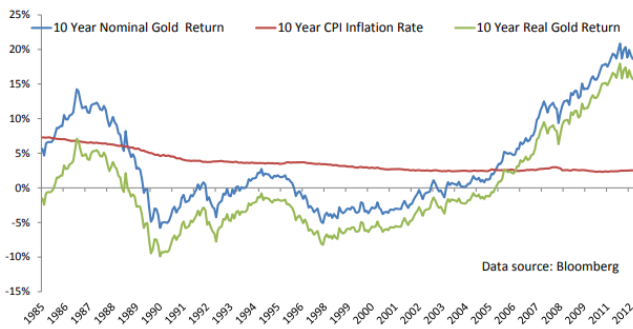
Eppure, abbiamo visto, la maggiore densità di denaro, di operatori, di volumi concorre a delineare uno scenario di fragilità al quale danno il loro contributo anche le strategie passive. Se i flussi negli strumenti indicizzati da positivi diventassero negativi, i loro automatismi potrebbero causare la prima, forte frenata alla quale seguirebbero tutte le altre, una reazione prepotente amplificata dalla facilità del trading con costi talmente compressi che consentono di “negoziare azioni mentre si è in fila per ordinare il caffè”.

Il Financial Times invoca l'intervento delle autorità di controllo e in effetti il dossier è sulle scrivanie di Janet Yellen e di Allison Herren Lee che, appena nominata presidente della SEC, ha promesso una indagine su eventuali comportamenti irregolari. Le autorità di controllo faranno le loro valutazioni ma, nel frattempo, l'investitore deve cercare di proteggere il portafoglio dall'entropia, dai rischi delle frenate improvvise. In una fase di transizione come questa è meglio prestare maggior attenzione alla gestione dei rischi piuttosto che al rendimento.

Gestione del rischio vuol dire tener presente i vantaggi della gestione attiva, l'importanza dei fondamentali, il valore del tempo, un tridente che riduce gli effetti del rischio sistemico. Il gestore attivo valuta le condizioni del mercato, può decidere di pazientare oppure di orientarsi verso strumenti e classi di attivo meno liquide ma innovative e coerenti con lo scenario e gli obiettivi della gestione. Prendiamo le condizioni di oggi: le azioni sono sui livelli massimi, le obbligazioni sono affogate nei rendimenti negativi, diventano allora cruciali strumenti di investimento in grado di dare ai portafogli caratteristiche di “anti-vulnerabilità”, classi di attivo alternative, di nicchia, con vari gradi di flessibilità e capaci di generare alpha.

Da una parte il portafoglio cavalca la Grande Reflazione, pronto a ad aumentare l'esposizione al “value”, ai settori che tradizionalmente beneficiano delle fasi di espansione come ciclici, finanziari, materie prime e valute legate alle materie prime.

Dall'altra però cerca protezione con obbligazioni legate all'inflazione e, per diminuire la direzionalità, con titoli legati alle assicurazioni. Le obbligazioni emergenti presentano condizioni ideali: buone prospettive di crescita economica, supporto delle banche centrali e valutazioni decisamente più interessanti rispetto al credito delle economie avanzate.



L'oro non ha sempre protetto dall'inflazione. Fonte: C.B. Erb, C.R. Harvey "The Golden Dilemma" 2013.

Attenzione invece all'oro, inefficace nel proteggere dall'inflazione, perlomeno in periodi inferiori a qualche secolo. Nel 562 a. C. nella Babilonia di Nabucodonosor, un'oncia d'oro valeva 350 forme di pane, esattamente quelle che si possono acquistare ai nostri tempi con il prezzo dell'oro a 1.600 dollari l'oncia.

L'inflazione è un driver fondamentale del prezzo dell'oro, scrivono Claude Erb e Campbell Harvey in un paper del 2013, ma il nostro orizzonte di tempo è inferiore ai duemila anni, può essere di interesse per gli studiosi ma di nessuna utilità pratica per l'investitore, tra gli anni '80 e '90, ad esempio, l'inflazione è stata superiore al prezzo del metallo giallo.

Opportuno averlo in portafoglio come strumento di hedging contro crisi e volatilità, non come difesa dall'aumento dei prezzi.

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.