

# TU CHIAMMALE SE VUOI ...

Nel quadrante delle “cose che non sappiamo di non sapere”, quello dei rischi che derivano da situazioni così inattese che non vengono neppure prese in considerazione, diventa decisivo il controllo delle emozioni

“Ci sono cose che sappiamo, cose che sappiamo di non sapere e poi ci sono le cose che non sappiamo di non sapere”.

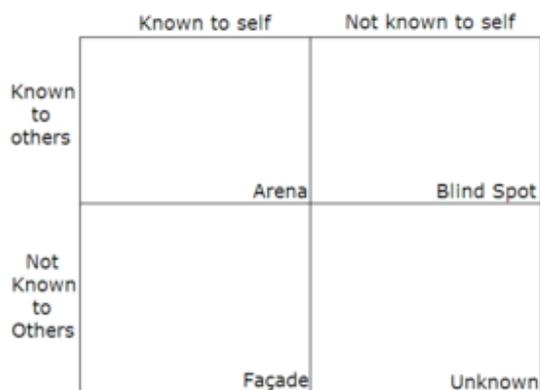
La frase è diventata popolare grazie a Donald Rumsfeld, il “duro di Chicago” della guerra in Iraq scomparso pochi giorni fa, ma quel riferimento alle “cose che non sappiamo di non sapere” non era tutta farina del suo sacco.

Il Segretario alla Difesa di George W. Bush parlò degli “unknown unknowns”, delle cose che non sappiamo di non sapere, nel corso di una conferenza stampa nel febbraio 2002, prendendolo direttamente da un test di psicologia cognitiva utilizzato nell’ambiente dell’intelligence e della sicurezza nazionale. Il test della “finestra di Johari”, messo a punto da due psicologi negli anni '50, è utilizzato nell’orientare le persone alla conoscenza delle dinamiche relazionali e a migliorare la loro attitudine nel lavoro di squadra, in organizzazioni aziendali o militari.

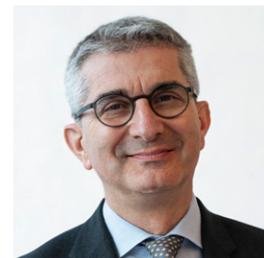
Durante il test, le persone del gruppo-campione si scambiano informazioni che vengono iscritte in ciascuno dei quadranti in cui è suddivisa la finestra. Nella parte superiore ci sono le informazioni conosciute: nel quadrante superiore sinistro, “arena”, vengono inserite le caratteristiche individuali note a tutti mentre nell’area “cieca” vengono inseriti quegli aspetti del comportamento notati dagli altri ma sconosciuti al singolo. La parte inferiore sinistra della finestra è quella dell’intimità, dei sentimenti e delle emozioni che non si desidera condividere, l’area delle cose conosciute a sé stessi e mantenute nascoste agli altri. In ultimo c’è il quadrante inferiore destro, l’area di ciò che non si conosce di sé e resta sconosciuto anche agli altri, le cose che “non sappiamo di non sapere” della frase di Rumsfeld.

Nella finestra di Johari, che deve il suo nome alle iniziali dei nomi dei due psicologi che la misero a punto, Joseph Luft e Harry Ingham, si può suddividere anche l’esperienza dei mercati finanziari.

Nel quadrante in alto a sinistra, quello delle cose a tutti evidenti, possiamo elencare la prima metà dell’anno. Al giro di boa del semestre anche la crescita economica registra un “effetto base” che la spinge a tassi non visti da decenni, le aziende hanno messo a segno risultati robusti, i tassi restano favorevoli e i flussi di denaro degli investitori vanno verso le azioni.

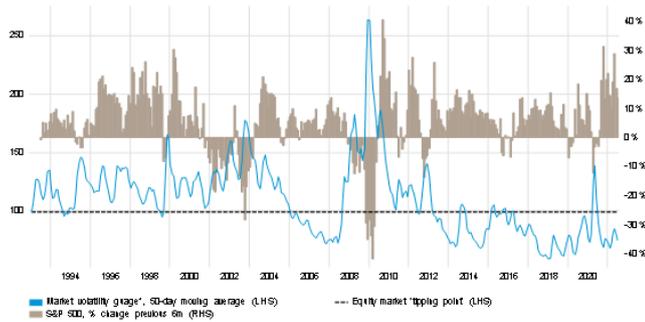


La “Finestra di Johari”, tecnica messa a punto negli anni Cinquanta dagli psicologi Joseph Luft (1916-2014) e Harrington Ingham (1916-1995). Fonte: Wikipedia



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

Gli investitori valutano i rendimenti grami delle obbligazioni, che per più di dodici trilioni di dollari hanno rendimento negativo, e si rivolgono alle azioni: nella prima metà dell'anno i flussi verso le borse globali sono stati pari a 580 miliardi di dollari e le performance sono un po' ovunque a doppia cifra, surf su un'onda favorevole e lunghissima, sostenuta da campagne vaccinali, ripresa economica, sostegni monetari e fiscali.



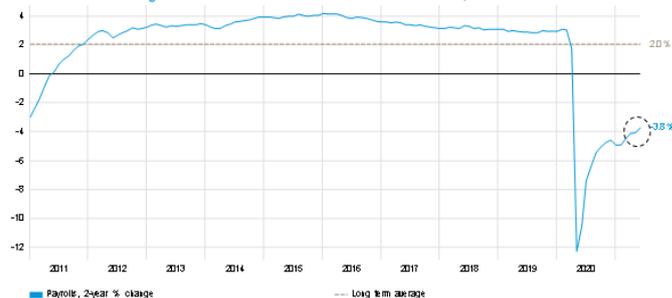
Performance e bassa volatilità alimentano il momentum favorevole alle azioni. Fonte: GAM Investments, Bloomberg, RIMES

Nel quadrante delle cose che sappiamo possiamo iscrivere anche il "Reflation Trade", che è vivo e lotta assieme a noi. I titoli dell'energia, i finanziari e i ciclici in genere hanno beneficiato del cambio di gioco originato dalla prospettiva del ritorno alla normalità, ma sappiamo anche che sarebbe un errore tralasciare il settore della tecnologia e le sue enormi potenzialità.

Tra le cose che invece sappiamo di non sapere ci sono le dinamiche dell'inflazione, le mutazioni del virus e, soprattutto, il momento in cui la Fed deciderà di avviare il taper, possibilmente senza innescare il tantrum: il rischio maggiore è uno scossone ai tassi che metterebbe a repentaglio l'intera costruzione.

Negli Stati Uniti il mercato del lavoro sta andando bene, in giugno sono stati creati più posti di lavoro delle attese, 850.000, molto più dei 583.000 di maggio e sopra i 706.000 attesi. Il tasso di disoccupazione è salito a 5,9% perché sono aumentate le persone che cercano attivamente lavoro. Se però si osserva la disoccupazione totale, quella che comprende i sottoccupati e coloro che non cercano attivamente il lavoro (U6 Unemployment), il dato è 9,8%, mancano ancora circa sette milioni di persone ai livelli del gennaio 2020. I livelli della forza lavoro pongono anche la questione di lungo periodo dell'invecchiamento della popolazione, negli Stati Uniti e negli altri paesi sviluppati.

"Congress has assigned the Fed... to support the goals of maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates." Federal Reserve website, 9 June 2021

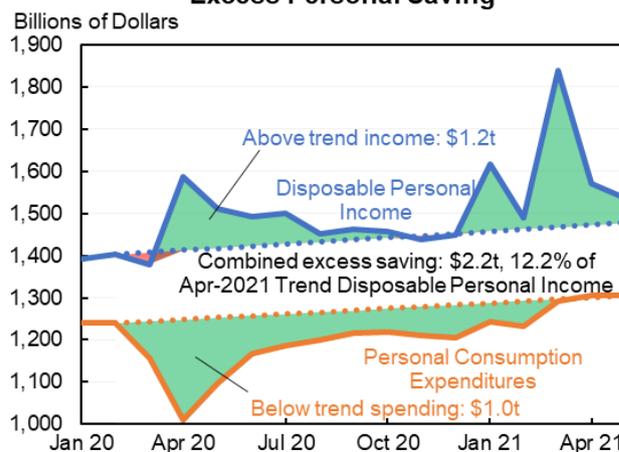


Fonte: GAM Investments, BLS, WSJ, Bloomberg

Nelle prossime settimane arriveranno nuovi dati e informazioni utili a saggiare la resistenza dell'ottimismo nel mercato, primo appuntamento mercoledì 7 luglio, con la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di giugno.

Gli assegni del governo nei mesi delle chiusure hanno aumentato il reddito disponibile delle famiglie e favorito la normalizzazione dei consumi: dinamiche che hanno concorso all'aumento dell'inflazione ma è sempre buona norma di prudenza evitare di individuare relazioni funzionali e tracciare regressioni nel lungo termine. L'eccesso di risparmio è ulteriormente aumentato ovunque, negli Stati Uniti è ampiamente sopra i duemila miliardi di dollari, potrebbe essere il carburante che alimenta i consumi ma, al momento, non lo si può prevedere con certezza, sappiamo di non sapere, appunto. Ciò che invece sappiamo è che l'eccesso di risparmio attesta una situazione di disequilibrio tra paesi in surplus commerciale (Germania, Cina) e paesi in deficit (Stati Uniti), e concorre a tenere bassi i tassi di interesse.

### Excess Personal Saving



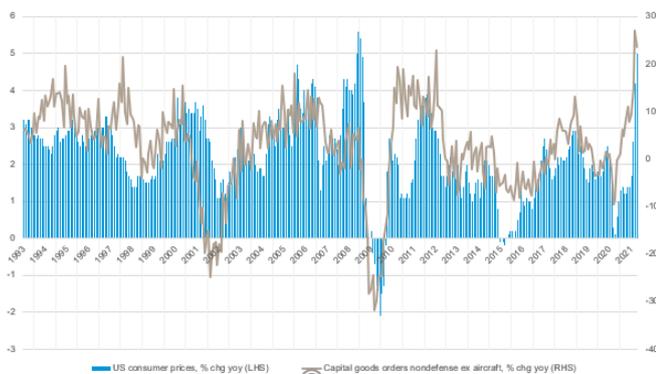
Note: Dotted lines are trends based on average growth rate from Feb. 2015 to Feb. 2020. Source: Bureau of Economic Analysis; Macrobond; author's calculations.

Fonte: Jason Furman, Bureau of Economic Analysis, Macrobond

Le tendenze inflazionistiche dovute ai colli di bottiglia nel lato dell'offerta sono destinate a essere riassorbite con il pieno recupero dei ritmi produttivi e della regolarità degli approvvigionamenti. I prezzi più alti, annota Julian Howard di GAM, spingono le aziende a "considerevoli investimenti in automazione e tecnologia, una tendenza che storicamente ha contenuto l'inflazione".

In questo quadrante iscriviamo anche le prospettive di crescita nel medio periodo e le dinamiche dei prezzi delle materie prime (ad esempio il petrolio, irrisolta la questione dell'aumento delle quote di produzione in seno all'Opec Plus).

Nel premio al rischio attualmente attorno al 3% riconosciamo un buon supporto alla preferenza per le azioni. Nelle nostre strategie multi-asset la preferenza alle azioni tiene assieme l'attenzione al recupero dei settori sostenuti dalle prospettive di breve termine (Reflation Trade) e il settore growth nel più lungo termine. Nei portafogli multi-asset a bassa volatilità gestiti dal team di Milano, il rischio azionario è diversificato nell'ampia selezione di "beta tradizionali e attivi", compensato con le componenti "alfa" e "protezione" che contribuiscono a decorrelare e limitare i drawdown: in altre parole, vengono impiegate strategie non direzionali su entrambi le componenti azionaria e obbligazionaria e, ai fini di protezione, strumenti della volatilità, metalli preziosi, "short equity" e "short" sui titoli governativi.



Le caratteristiche di "auto-correzione" dell'inflazione. Fonte: GAM Investments, Bloomberg

In ultimo, nel quadrante in basso a destra della finestra di Johari, ci sono le cose che non sappiamo di non sapere, i rischi che derivano da situazioni così inattese che non vengono neppure prese in considerazione. I carri armati impiegati dalla Wehrmacht nella Seconda Guerra Mondiale erano superiori a quasi tutti i carri degli eserciti nemici, almeno per buona parte del conflitto. Ma gli ingegneri che li progettavano non pensarono di proteggere le guaine in gomma dei circuiti elettrici dai morsi dei topi. Nei mesi drammatici della battaglia di Stalingrado, quando si rivelò urgente l'impiego della 22° Divisione Panzer tenuta di riserva, i soldati scoprirono che su 104 carri, ne funzionavano appena una ventina: durante la prolungata immobilità i topi avevano rosicchiato i circuiti elettrici e reso i carri inservibili, impreveduto al quale nessun progettista aveva pensato.

Ci saranno sempre cose che "non sappiamo di non sapere", il quadrante dell'incertezza radicale è di massima importanza nell'attività dell'asset management perché il futuro non solo è incerto, non abbiamo idea della forza dei cambiamenti che modificheranno il corso degli eventi. L'incertezza radicale è una condizione esistenziale che riguarda anche i portafogli, esposti alle tempeste dei cambiamenti e delle sorprese.

Ho avuto occasione di parlarne pochi giorni fa con un gruppo di consulenti finanziari esperti: nell'asset management convivono due approcci tra loro molto diversi, quello della Moderna Teoria del Portafoglio e l'approccio della finanza comportamentale.

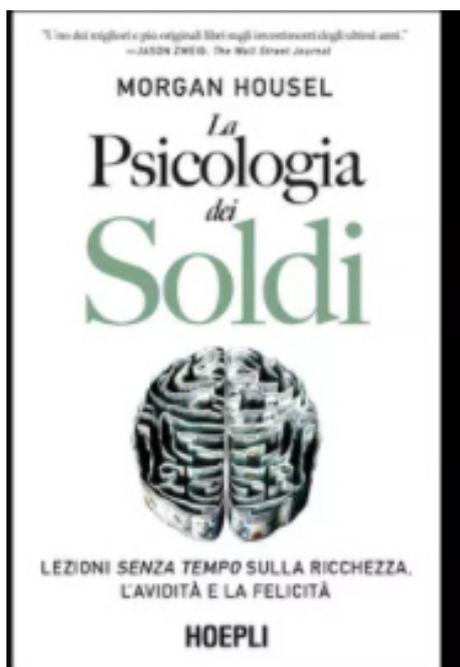
La Moderna Teoria del Portafoglio è un modello prescrittivo di come i mercati dovrebbero funzionare, la finanza comportamentale spiega come i mercati funzionano davvero: da una parte le correlazioni tra le classi di attivo, la massimizzazione dei rendimenti o la minimizzazione dei rischi, dall'altra i comportamenti degli operatori, le loro emozioni e le insidie cognitive in cui rischiano di cadere come tutti. Una solida conoscenza di entrambi gli aspetti consente di prendere le migliori decisioni di investimento anche nelle condizioni dell'incertezza radicale, il quadrante dove si gioca la differenza tra ciò che è razionale e ciò che è ragionevole.

Harry Markowitz è il padre della Moderna Teoria del Portafoglio, sono suoi gli eleganti modelli matematici che la descrivono eppure, quando gli chiesero come avesse investito il proprio denaro, rispose "50% azioni e 50% obbligazioni".

Una risposta sorprendente, Markowitz però non era né razionale né irrazionale, scrive Jason Zweig, era semplicemente un uomo: "vista in questa prospettiva non è sorprendente scoprire che il pioniere della moderna teoria del portafoglio avesse inizialmente suddiviso il proprio risparmio senza nessuna considerazione della sua stessa ricerca".

Morgan Housel nel suo "La Psicologia dei soldi", racconta di uno studio condotto nel 2008 da due ricercatori di Yale in cui è dimostrato che i giovani risparmiatori dovrebbero investire tutto in azioni impiegando anche una leva di due a uno. Il concetto è quello del lungo termine: un portafoglio completamente investito in azioni e a leva, con il rischio che viene gradualmente attenuato con il trascorrere del tempo.

Anche se le sorprese e i crolli del mercato spazzassero via il risparmio accumulato, lo studio dimostra che nel lungo termine la strategia funziona. "E' una strategia razionale" scrive Morgan Housel "ma irragionevole oltre ogni logica", nessuna persona normale resterebbe impassibile di fronte al dissolvimento del proprio risparmio.



Morgan Housel "La psicologia dei soldi. Lezioni senza tempo sulla ricchezza, l'avidità e la felicità", Hoepli 2021. La tesi sostenuta nel libro, scritto con stile accattivante e ricco di aneddoti, è che per il successo negli investimenti sono indispensabili metodo, coerenza e pazienza.

Nei mercati e nella costruzione di portafogli efficienti sono moltissime le variabili di cui tenere conto, le cose che non sappiamo di non sapere possono essere scaturigine di correzioni, crolli improvvisi, fasi di panico. Nel quadrante dell'incertezza radicale si apprezza il valore del consulente, molto simile alla definizione di genio militare data da Napoleone: colui che riesce a fare cose normali quando tutti gli altri perdono la testa. In definitiva, la presenza di una figura professionale aiuta a gestire le emozioni, il loro controllo si rivela decisivo di fronte alle possibili sorprese degli "unknown unknowns" del quarto quadrante.

E' prova dell'insufficiente educazione finanziaria dei risparmiatori anche l'eccesso di liquidità sui conti correnti. I risparmiatori non riescono a trasformarsi in investitori, intrappolati in una sorta di "comma 22" di Joseph Heller, "chi soffre di disturbi mentali può chiedere l'esenzione dalle missioni di guerra, ma chi chiede l'esenzione dalle missioni di guerra non soffre di disturbi mentali".

Il paradosso del risparmiatore è più o meno simile, una persona dalle scarse competenze nei mercati finanziari e con gli strumenti di investimento dovrebbe avvalersi della consulenza professionale, ma coloro che si avvalgono della consulenza professionale sono tutt'altro che investitori dalle scarse competenze.

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.