

“OTTOBRE, MESE PERICOLOSO PER INVESTIRE IN AZIONI”

In ottobre sono venuti al punto di caduta gli stessi fattori che si erano presentati nello scorso febbraio: il cambio di passo dell'espansione globale, il cambio di passo delle politiche monetarie, il ritorno del rischio geo politico.

Per quelle bizzarre connessioni che la mente associa in modi inattesi, le cronache recenti mi hanno riportato alla memoria due vecchi articoli.

Il primo è un articolo apparso sul New York Times nel 2013 e che mi venne segnalato dall'amico professor Legrenzi. Nella sua lunga carriera accademica, Paolo incontrò e conobbe l'autore, Jared Diamond, quello del best seller "Armi, acciaio, malattie". L'altro è la periodica "Lettera Economica" della Federal Reserve di San Francisco del 2016.

Le considerazioni de L'Alpha e il Beta di questa settimana fanno riferimento a questi due articoli per proporre poi una sintesi finale.

Nell'articolo del gennaio 2013, Jared Diamond argomenta che i rischi quotidiani sono i più insidiosi perché meno sorvegliati. L'esempio è quello della doccia, un gesto talmente ordinario da non prestarvi troppa attenzione. Eppure proprio la doccia costituisce uno dei maggiori rischi all'incolumità delle persone anziane.

Per le persone di una certa età, le cadute sono tra gli incidenti più frequenti e le conseguenze sono talvolta molto serie. "L'aspettativa di vita di un uomo in buona salute della mia età" scrive Diamond, "è circa 90 anni. Mi separano da quel traguardo quindici anni e questo significa, grossomodo, 15 per 365, ovvero 5.475 docce. Se non prestassi attenzione, con le probabilità di scivolare a ogni doccia stimate una su mille, prima di arrivare al termine della mia aspettativa di vita morirei o resterei invalido circa cinque volte; devo quindi ridurre le probabilità di caduta a un valore di molto inferiore a uno su mille".

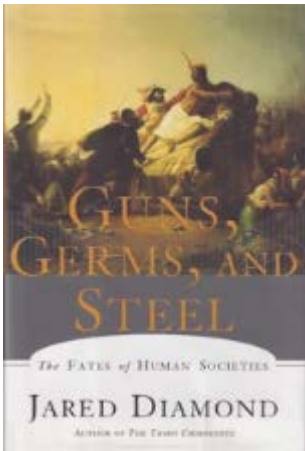
L'esempio di Diamond illustra in modo didascalico l'importanza di prestare attenzione a pericoli che comportano basso rischio ma che si presentano frequentemente, una lezione appresa vivendo con gli aborigeni della Nuova Guinea. Durante una spedizione, Diamond aveva suggerito alle sue guide di fissare le tende sotto un grande albero.

"Con mia sorpresa" racconta lo scienziato "i miei amici indigeni rifiutarono, mi spiegarono che l'albero era secco, i suoi rami avrebbero potuto caderci sulla testa". All'occhio inesperto di Diamond l'albero appariva solido ma gli indigeni non vollero sentir ragioni, preferirono accamparsi all'aperto.

Avevano ragione loro naturalmente: ponendo la probabilità di caduta di un ramo a una su mille, si può anche correre il rischio per una sola notte, ma se vivi in quel territorio e le occasioni di dormire all'aperto sono frequenti, allora le probabilità di farsi male aumentano. Si tratta del calcolo di frequenza e probabilità del tutto analogo a quello delle docce quotidiane. Diamond definisce questa iper-vigilanza ai rischi frequenti con l'ossimoro "paranoia costruttiva", maniacalità ragionevole. Pensiamo ai piloti amatoriali, alle guide alpine, agli agenti di polizia o ai vigili del fuoco: attività rischiose nelle quali l'abitudine rischia di abbassare le soglie di attenzione, amplificando i pericoli per la sicurezza personale. In questi casi la paranoia costruttiva costituisce un ottimo strumento di controllo del rischio.



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



Jared Diamond è l'autore del best seller "Armi, Acciaio, Malattie" (Einaudi 1997)

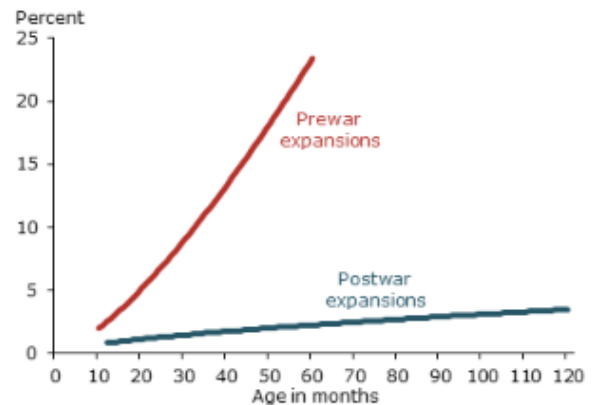
Il racconto di Diamond contiene un'altra preziosa lezione, ripresa più volte dall'amico Legrenzi, ed è quella delle paure giuste: è naturale provare paura di ciò che è pauroso, ma è rischioso non provare altrettanta paura per ciò che è veramente pericoloso.

"Con la lezione appresa dai miei amici della Nuova Guinea" continuava l'articolo del NYT "sono diventato sempre più un "paranoide costruttivo", presto estrema attenzione a quando mi muovo nella doccia, sulle scale, ai pavimenti bagnati e scivolosi ... un'iper-vigilanza che non mi impedisce di vivere bene, non evito la doccia quotidiana, salgo e scendo le scale e continuo a guidare l'auto, provando sempre a pensare come un indigeno della Nuova Guinea, cercando di tenere ogni volta i rischi di un incidente ben al di sotto di uno su mille".

Il secondo articolo che mi è venuto in mente, bizzarrie delle associazioni mentali, è più recente, del febbraio 2016, di Glenn D. Rudebush, un economista della Federal Reserve di San Francisco, che si chiede "La ripresa economica muore di vecchiaia?". Janet Yellen non crede che le espansioni economiche si esauriscano per vecchiaia, "è un mito" rispose alla giornalista di ABC News che le aveva fatto la domanda, "il fatto che questa sia una fase di espansione piuttosto lunga non mi porta a ritenere che abbia per ciò stesso i giorni contati". Era il 2015.

Anche l'economista della Federal Reserve parte, come Diamond, dalle stime dell'aspettativa di vita. L'analisi di sopravvivenza (Survival Analysis) fornisce la strumentazione statistica per misurare le probabilità di eventi, di cambiamenti nel tempo che possano avere effetti esiziali su un organismo biologico o un macchinario. Il prezzo di un'automobile usata tenderà a scendere con il passare del tempo e dell'utilizzo, le assicurazioni valutano i premi delle polizze vita in base all'età e alle condizioni di salute del contraente. Glenn Rudebush impiega le tecniche

della Survival Analysis per valutare le probabilità di esaurimento del ciclo economico. L'evento da prevedere è il picco del ciclo economico, culmine della fase di espansione e inizio del rallentamento, l'analisi valuta se le probabilità di declino aumentano con il passare del tempo, con la lunghezza del ciclo economico.



A differenza delle fasi di espansione tra il 1854 e il 1938, nel Dopoguerra un'espansione di 80 mesi ha le stesse probabilità di terminare di una espansione di 40 mesi. Fonte: FRBSF Economic Letter Feb 2016 "Will the Economic Recovery Die of Old Age?"

La conclusione di Rudebush è che il fatto che siamo nella seconda fase espansiva più lunga della storia non è di per sé motivo di preoccupazione ma, da buon conoscitore dello strumento statistico, l'economista ricorda che l'analisi "tiene" nell'ipotesi del 'ceteris paribus': a condizioni immutate, fasi lunghe di espansione economica non hanno maggiori probabilità di terminare di quelle più brevi.

Veniamo a qualche considerazione di sintesi.

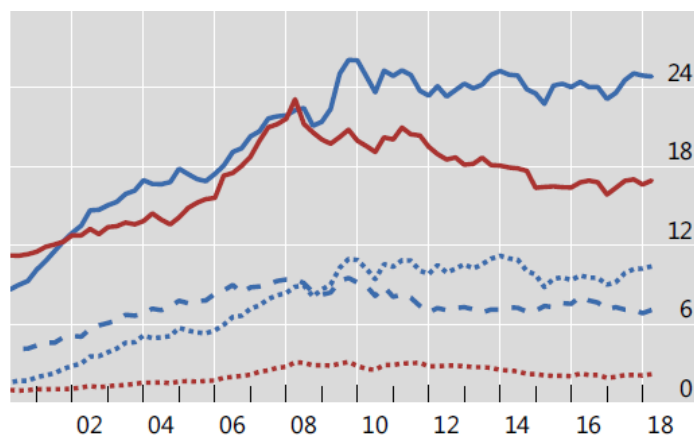
E' appena terminato un mese che per le borse è stato il peggiore degli ultimi dieci anni, quasi a dar ragione a Mark Twain che definiva ottobre "un mese particolarmente pericoloso per investire nelle azioni". Ma, aggiungeva, "altri mesi pericolosi sono luglio, gennaio, settembre, aprile, novembre, maggio, marzo, giugno, dicembre, agosto e febbraio".

Al netto della diffidenza di Twain per le borse, in ottobre sono venuti al punto di caduta quegli elementi che si erano presentati già nello scorso febbraio: il cambio di passo dell'espansione globale, il cambio di passo delle politiche monetarie, il ritorno del rischio geo politico.

La lettura di questi tre fattori evidenzia la perdita di sincronia della crescita, oggi trainata dai soli Stati Uniti, "un uomo solo al comando", il picco di crescita e probabilmente degli utili societari è alle spalle, le fonti di incertezza politica globale sono aumentate nel numero e nell'intensità.

Questo passaggio non significa automaticamente la fine della lunga fase positiva delle borse, sentenza nascosta nel grembo di Giove, significa piuttosto che il mercato sta cercando di stabilizzarsi e lo fa in due modi, prendendo tempo e cercando nuovi spunti ai quali ancorare le aspettative: ad esempio i titoli 'value' o mercati più 'indietro' come l'Europa, il Giappone o gli Emergenti.

La lezione di Diamond sugli alberi secchi della Nuova Guinea e sulla paranoia costruttiva invita a tenere conto dei rischi ai quali si tende a prestare minore attenzione. Il rischio connaturato alle borse è familiare, i telegiornali riportano le chiusure quotidiane, le correzioni azionarie più o meno brusche hanno sempre un forte impatto emotivo sull'opinione pubblica. Le obbligazioni, la loro sensibilità ai tassi o i loro indici dai nomi complicati sono invece molto meno popolari. Eppure i mercati obbligazionari sono decisivi per l'equilibrio dei mercati finanziari e per l'attività economica reale. Soprattutto negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, meno in Europa, il finanziamento dell'attività economica si è progressivamente affrancato dal credito bancario ed è cresciuto nel mercato finanziario. La Banca dei Regolamenti Internazionali rileva che il finanziamento tramite il mercato conta circa il 57% dell'intero segmento del finanziamento globale, era il 48% nel 2018.



Dal finanziamento bancario a quello dei mercati nelle economie emergenti. La linea continua rossa è il credito bancario, la linea continua blu il debito via bond. Fonte: Report BIS, settembre 2018

Se l'Europa, e soprattutto l'Italia, restano fortemente bancocentriche, negli anni Ottanta negli Stati Uniti circa la metà dei

finanziamenti erano di origine bancaria, oggi le banche contano per appena il 18% dell'indebitamento del sistema delle imprese.

Quanto più aumenta la rilevanza del mercato obbligazionario nel sistema dei finanziamenti, tanto più cambia il profilo dell'attività economica reale e dei suoi rischi. Il Financial Times ne mette in evidenza tre:

1. la minor dipendenza delle imprese dalle banche rende queste ultime più sicure e, scrive il FT, è un fatto "positivo per la sicurezza complessiva del sistema finanziario, considerando quanto possano essere devastanti le crisi bancarie, ma ciò significa che il regolatore deve svolgere un lavoro migliore";
2. se la funzione di finanziamento delle banche diminuisce, perché si rivolge al mercato, cambia anche il ruolo di supervisione delle banche centrali: le obbligazioni a breve sono influenzate dai tassi ufficiali delle banche centrali ma sono gli operatori a stabilire i tassi di mercato, "se il rendimento del Treasury decennale diventa più decisivo dei tassi della Fed, significa che misure come il QE saranno sempre meno convenzionali" (FT 4.11.2018);
3. se l'onere di finanziare le imprese passa dalle banche al mercato, cresce l'influenza di quest'ultimo sull'attività economica globale e "indirettamente, della Fed in quanto è la banca centrale con la maggior influenza sui mercati finanziari globali".

"Le condizioni finanziarie globali sono divenute più sensibili alle dinamiche nei mercati obbligazionari e sempre più strettamente legate alla politica monetaria degli Stati Uniti" si legge nel report di settembre della Banca dei Regolamenti Internazionali.

Per noi in GAM la Federal Reserve manterrà l'attuale direzione della politica monetaria: l'inflazione negli Stati Uniti è al livello obiettivo, i 250.000 nuovi occupati in ottobre e l'incremento delle paghe orarie confermano l'idea di un aumento dei tassi prima della fine dell'anno, un aumento in primavera e ulteriori due nel corso del 2019. Ma più la Fed aumenta i tassi, più sarà difficile stimare il tasso reale naturale dell'economia americana e l'arresto della normalizzazione. Andiamo verso maggiore volatilità e attese di rendimento modeste, sarà opportuno prestare maggiore attenzione ai movimenti dei mercati obbligazionari quelli che, diceva Carville, "mettono paura a chiunque".

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.