

# L'ALPHA E IL BETA

10 settembre 2018

## Illusoria stabilità

**La ripresa globale non è più nelle acque profonde, si avvicina ma non è ancora a riva, dove si presentano numerose fonti di incertezza, nei portafogli saranno importanti l'elevata qualità e l'elevata "active share"**

Perché le persone cambiano i criteri di giudizio? Perché alcuni problemi sociali sono così difficili da gestire?

Lo scorso 19 agosto, nell'insero culturale del Sole 24 Ore, il professor Paolo Legrenzi provava a rispondere con la recensione a un manuale e un articolo di psicologia cognitiva. Gli scienziati sociali hanno dimostrato che le persone tendono a cambiare i propri criteri di giudizio, anche a dispetto dell'evidenza: se in una sequenza di cerchi colorati quelli blu si diradano, gli osservatori tenderanno a vedere blu anche i cerchi di colore viola. Se in una serie di fotografie i volti aggressivi si fanno meno frequenti, gli osservatori scambieranno comunque per aggressivi volti dall'espressione innocua.

Quando nel reparto frutta non ci sono banane gialle, mature al punto giusto, si tende a estendere il concetto di "maturo" alle banane che presentano macchie scure. Non è un gran danno, vorrà dire che si consumeranno più in fretta. Se diminuiscono i crimini per strada però, un agente di polizia non dovrebbe estendere il concetto di crimine anche all'attraversamento della strada fuori dalle strisce. "Il meccanismo è automatico

e completamente inconsapevole" scrive Paolo Legrenzi "non possiamo farci nulla", gli esperimenti dimostrano che alcuni problemi sociali sembrano di difficile gestione perché il meccanismo del "cambiamento del giudizio" fa percepire la realtà non come essa è ma come la si percepisce. "Le persone dovrebbero usare criteri di valutazione che si suppone restino costanti nel tempo, non dovrebbero essere 'estesi'", leggiamo nell'articolo recensito "purtroppo il nostro cervello calcola il valore di certi stimoli mettendoli in relazione con altri rilevanti stimoli". Il risultato è che i meccanismi evolutivi non ci permettono di mantenere costanti nel tempo criteri di giudizio che dovrebbero invece restare immutati.

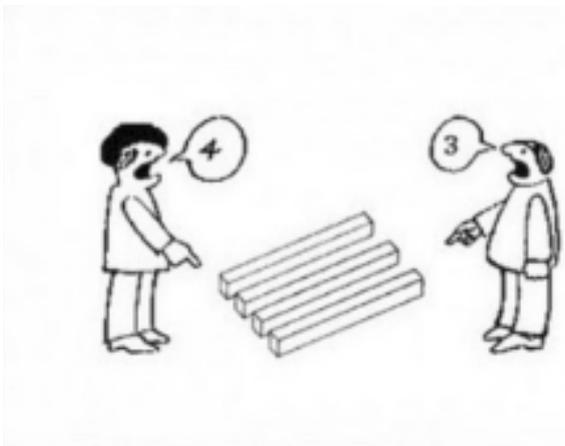
Negli ultimi decenni il mondo ha fatto straordinari passi in avanti, milioni di persone sono uscite dalla povertà e dalle malattie, un successo ignorato o sottovalutato perché prevale la percezione pessimistica, indotta dai fatti e dalle notizie più eclatanti. Quello che riteniamo di sapere diventa la misura di valore della nostra comprensione del mondo, il più delle volte l'unica affidabile!

Come lo zoom fotografico, la notizia sensazionale amplifica il dettaglio ma, nello stesso tempo, lo "stacca" dal contesto, non rappresenta fedelmente il quadro più ampio. Possiamo lamentare il fatto che il 12% dei bambini sotto un anno nel mondo non riceva neppure una vaccinazione, oppure apprezzare che in trent'anni questa cifra è scesa del 66%, un dato molto positivo se si tiene conto dei due miliardi di persone in più che nel frattempo abitano il pianeta.

Nel 2015 impazzava sul web la foto dell'abito della cantante scozzese Caitlin Mc Neill: qualcuno vedeva le righe blu e nere, per altri l'abito era bianco e oro.



La nostra mente, alle prese con la realtà, prende la scorciatoia dell'interpretazione, non tutti vediamo le cose nello stesso modo, per l'osservatore a sinistra le sbarre sono quattro, ma dal lato di destra le sbarre sono tre.

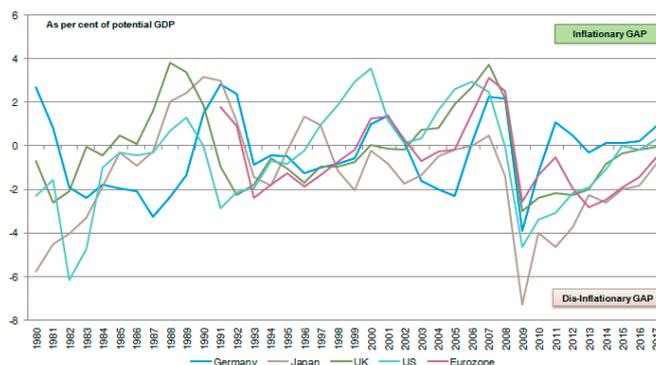


Nel caso dell'abito o delle sbarre nella vignetta, non si tratta di sfumature ma di percezioni visive e grandezze numeriche molto diverse. "Quando si ha a che fare con fenomeni sociali e politici ... oltre ai cambiamenti inconsapevoli dei criteri di giudizio, agiscono i pre-giudizi" conclude Paolo Legrenzi nel suo articolo.

Potremmo scrivere la stessa frase sostituendo "fenomeni sociali e politici" con "fenomeni economici e finanziari", perché si innesca il medesimo fenomeno di giudizi e pre-giudizi.

Nel momento anfibio, diceva L'Alpha e il Beta della settimana scorsa, la ripresa globale non è più nelle acque profonde, si avvicina ma non è ancora a riva, dove si presentano i rischi dell'escalation delle schermaglie tariffarie, le elezioni negli Stati Uniti, il dollaro forte, il difficile equilibrio delle economie emergenti, le elezioni europee del 2019 e la possibilità di un parlamento con una forte componente ostile all'Europa.

Nelle economie avanzate si vanno chiudendo gli output gap: la differenza tra la crescita effettiva e quella potenziale si sposta dalla zona di deflazione a quella dell'inflazione, ovvero nello spazio di normalizzazione delle politiche monetarie.



Si chiudono i gap, nuovi spazi per la normalizzazione. Fonte: Haver, OECD, GAM

Venerdì scorso negli Stati Uniti sono stati registrati oltre duecentomila nuovi posti di lavoro, un numero superiore alle attese che corrobora le previsioni di un quasi certo aumento dei tassi nella riunione Fed di fine mese.

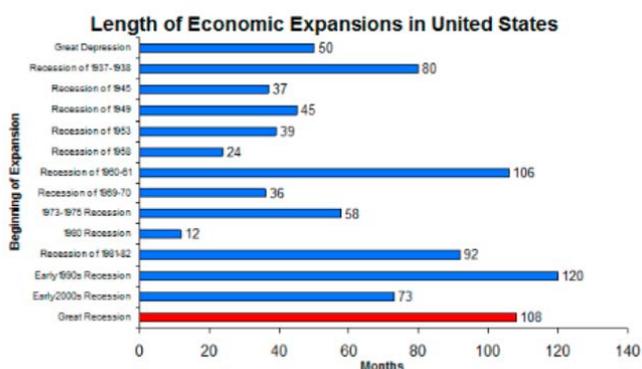
Oltre a quello produttivo c'è un altro gap che si sta chiudendo, quello tra politica e mercati.

Nel 2016 i mercati dimostrarono augusta imperturbabilità alle vicende della politica, assorbendo in pochi giorni di volatilità le sorprese del referendum inglese e delle elezioni presidenziali americane. Olimpica distanza che ha cominciato a restringersi nel corso del 2017 e, ormai, sembra del tutto colmata: le valute e i bond emergenti reagiscono nervosi ai tweet e alle dichiarazioni presidenziali, la sterlina è sensibile agli avanzamenti o arretramenti del processo di distacco dall'Unione Europea, lo spread e le banche italiane si muovono sulle aspettative della legge di bilancio. I mercati emergenti, con la dovuta selettività, conservano fondamentali adeguati per il medio periodo ma la crisi argentina ha innescato flussi in uscita non solo da Buenos Aires e, nel breve periodo, sono esposti al dollaro e alla politica monetaria americana.

La lettura dello scenario economico non è l'esercizio dell'aruspice che cerca di vaticinare il futuro, è piuttosto l'indispensabile strumento che consente decisioni fondate sul principio di realtà, come presentato dai dati e dalle evidenze statistiche. La normalizzazione, il Quantitative Tightening della Federal Reserve, si dispiega nelle migliori condizioni: espansione convincente, utili societari positivi al traino dei risultati stellari del settore tecnologico, sostegno del credito bancario. Quest'ultima grandezza rivela appetito per il rischio, ancora formidabile. Nel breve termine è verosimile stimare l'ulteriore apprezzamento dei portafogli, nel medio periodo la leadership della borsa americana tenderà a diminuire a favore delle valutazioni europee e delle economie emergenti.

La domanda di asset rischiosi è ancora forte, questo è il dato della realtà. La percezione riconosce però la maturità del ciclo economico, la possibile vulnerabilità a qualsiasi notizia che abbia potenziali ricadute negative. Nel decimo anniversario della crisi finanziaria non dimentichiamo che gli shock il più delle volte sono originati da cause disparate che interagiscono in modi imprevedibili.

Lo scenario finanziario non sarà mai bianco o nero, non è sempre efficace la semplificazione "risk-on, risk-off", nel momento anfibio sono fonti di valore l'elevata qualità e l'elevata "active share" dei portafogli, una misura dell'estensione della gestione attiva, di quanto il gestore si discosti dal benchmark. Il momento anfibio dell'avvicinamento dell'espansione al suo affievolimento durerà ancora mesi, andranno tenute d'occhio le grandezze economiche, tassi e credito soprattutto, distinguendo i segnali dal rumore e senza perdere di vista i rischi globali. La minaccia vera alle posizioni direzionali verrà dall'aumento dell'intensità delle fonti di incertezza. Nei prossimi mesi dovremo "viaggiare, evitando le buche più dure ... rallentando per poi accelerare, con un ritmo fluente di vita nel cuore, gentilmente senza strappi al motore", un omaggio al grande Lucio Battisti, scomparso vent'anni fa, il 9 settembre 1998.



Fonte: National Bureau of Economic Research, Seeking Alpha



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

www.gam.com seguiteci anche su:



## Disposizioni importanti di carattere legale

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.