

FATTI, ESTRAPOLAZIONI E CONGETTURE

Un epidemiologo dell'Università Harvard ha ricordato l'importanza della distinzione tra fatti, estrapolazioni e opinioni nella ricerca scientifica. Una gerarchia delle informazioni utile anche all'investitore

“Se ci fosse stato Twitter, nel 1940 noi inglesi ci saremmo arresi” ha scritto qualcuno (su Twitter) poche settimane fa. In effetti i social network, per certi versi benemeriti, per altri ci mettono del loro nel diffondere notizie vere, notizie false, reazioni alle notizie vere e commenti a quelle false.

Ha cercato di fare un po' d'ordine l'epidemiologo Marc Lipsitch, che ha ricordato l'importanza della distinzione tra fatti e opinioni, perché “il virus non legge le notizie e non si preoccupa di quello che si dice su Twitter”. Il professore di Harvard, a sua volta presente su Twitter, classifica le informazioni in tre ordini: ciò che sappiamo vero, ciò che presupponiamo sia vero e il terzo ordine delle opinioni.

Questa triplice distinzione si riflette nella gerarchia dei fatti, delle “estrapolazioni informate”, che derivano cioè dai fatti, e quindi del libero spazio delle congetture. Nell'ordine dei fatti c'è “che l'infezione è causata da un beta-coronavirus, che le sequenze iniziali del genoma del virus erano molto simili, che la trasmissione tra individui è molto frequente”. Numerose concordanze consentono di assumere queste evidenze come fatti, scrive Lipsitch.

Nell'ordine delle “estrapolazioni informate” c'è “la moltitudine di cose che vorremmo sapere sull'epidemia e non sappiamo, perché non sono disponibili dati sufficientemente sistematici sul vero numero dei casi ... quale sia la percentuale di casi non individuati, quella delle infezioni lievi o asintomatiche, il livello al quale i casi pre-sintomatici sono contagiosi ...”. In mancanza di “hard facts”, di nozioni incontrovertibili, gli scienziati elaborano ipotesi sulla scorta delle conoscenze disponibili. Rientrano in questa categoria le previsioni sulla “probabile traiettoria di lungo termine dell'epidemia, opinioni che scienziati di indubbia reputazione formulano come valutazioni

ponderate ma che in ogni caso vanno tenute distinte dai nudi fatti”.

Nel terzo ordine ci sono le opinioni e le congetture “per le quali le evidenze sono ancora straordinariamente limitate, ad esempio quali siano gli effetti reali delle distanze sociali sul rallentamento dell'epidemia, o altri aspetti che non verranno mai davvero suffragati dai fatti e riguardano le scelte dei governi e delle autorità sanitarie”.



“Penso che Covid-19 sia davvero il ‘Big One’, lo sconvolgimento sociale non ha precedenti dal 1918 ... spero di non vederne mai uno più grande” dice l'epidemiologo Marc Lipsitch (USA Today 9.4.2020)

In ambito scientifico la distinzione tra i fatti nudi e crudi, le estrapolazioni informate e l'ambito delle libere opinioni è cruciale. La distinzione si rivela utile anche all'investitore, mai davvero assuefatto all'iperincertezza, disorientato da una imponente quantità di informazioni e commenti, diversi e talvolta contraddittori. Del resto, quando si tratta di scandagliare la direzione futura di mercati e asset class, i fatti sono pochi, molteplici le congetture, rare le estrapolazioni informate.



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

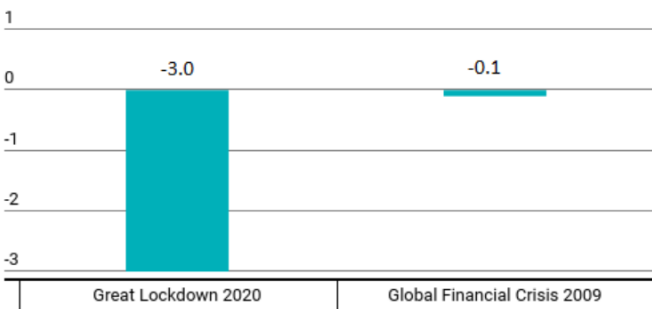
Cominciamo dai fatti.

Il PIL cinese del primo trimestre è crollato del 6,8%, non accadeva da quando Deng Xiaoping istituì le Zone Economiche Speciali nel 1978. Il brusco rallentamento della seconda economia del mondo (e prima in termini di PPP, parità di potere d'acquisto) mette sotto gli occhi di chiunque quali siano, e saranno, le conseguenze della pandemia e dei lockdown sull'attività economica.

Il dato cinese ricorda anche di guardare con disincanto alle trimestrali pubblicate in questi giorni, già vecchie e di scarsa utilità, le società sono state colpite dagli effetti della pandemia solo nell'ultima parte del trimestre. Rientrano nel novero dei fatti i ventidue milioni di disoccupati americani in un solo mese, potente indicatore della devastazione portata dall'epidemia, un azzeramento dei posti di lavoro creati negli ultimi anni.

È un fatto che l'Europa sia ancora al bivio, al "momento della verità", come ha detto il presidente francese Macron, costretta come Ercole a scegliere tra il Vizio e la Virtù, tra la solidarietà economica e il dissolvimento politico. L'Italia è tra i paesi più vulnerabili, precipitata nel maelstrom dell'epidemia Covid 19 con una crescita dello 0,3% e un debito superiore al 135% del PIL (proiettato a 155%). Poi ci sono le "estrapolazioni informate". La più recente, e autorevole, è quella del Fondo Monetario. Il suo Outlook sull'economia globale prevede che nel 2020 ci sarà una contrazione del -3%, l'edizione di gennaio stimava una crescita globale del +3,3%. Un'escursione di oltre sei punti percentuali nel giro di tre mesi (mai accaduto) per la peggiore contrazione dalla Grande Depressione degli anni Trenta.

(real GDP growth, year-on-year percent change)

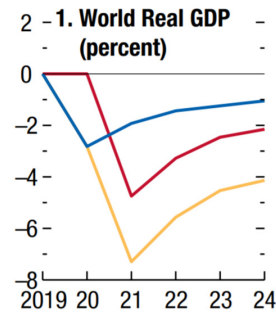


"L'economia mondiale sperimenterà la peggiore recessione dalla Grande Depressione" (IMF, World Economic Outlook)

Assumendo che la pandemia venga debellata e che le azioni intraprese dai governi abbiano la sperata efficacia, il Fondo Monetario stima una crescita di +5,8% nel 2021. La perdita complessiva di ricchezza causata dalla pandemia, tra il 2020 e il 2021, si aggirerà nell'intorno dei 9.000 miliardi di dollari, "più di quanto valgano le economie di Giappone e Germania assieme".

Gli economisti del Fondo hanno messo a punto anche scenari alternativi, in funzione dei comportamenti del virus (verrà debellato? Avrà mutazioni? Si ripresenteranno nuove ondate di contagi?) e della durata dei lockdown.

"Nella seconda metà dell'anno la pandemia potrebbe non recedere e costringere a prolungare le sospensioni della mobilità personale e delle attività produttive, potrebbero peggiorare le condizioni finanziarie ed essere ulteriormente compromesse le catene globali delle forniture". In queste condizioni lo scenario sarebbe naturalmente peggiore, con una contrazione globale di un ulteriore 3% se la pandemia dovesse arrivare alla seconda metà dell'anno, e una contrazione dell'8% se proseguisse nel 2021.



Nel grafico, gli scostamenti dallo scenario base del FMI: 1. I lockdown proseguono per circa il 50% più di quanto previsto nello scenario base (linea blu), 2. Nel corso del 2021 si verifica una seconda, più leggera, ondata di contagi (linea rossa) 3. La lotta al Covid-19 assorbe più tempo e nel corso del 2021 si verifica un'ulteriore ondata di contagi (linea gialla).

Lo studio di due economisti della BIS non si scosta molto dalle previsioni del Fondo Monetario. "La pandemia Covid-19 non è solo la più grave emergenza sanitaria dal 1918, quando si verificò l'epidemia 'Spagnola' ma potrebbe diventare una delle più economicamente costose epidemie della storia recente" scrivono nell'introduzione i due ricercatori. La loro "estrapolazione informata" è di una contrazione del PIL globale attorno al 4% "con sostanziali rischi verso il basso se le politiche di contenimento dovessero essere protratte a lungo".

In ultimo, nella gerarchia delle informazioni disponibili all'investitore, c'è il grande universo delle opinioni e delle congetture.

I mercati azionari, ad esempio, la loro opinione sembrano essersela fatta. Nel confronto delle valutazioni relative tra azioni e obbligazioni continuano a preferire le azioni, a dispetto della distanza tra i prezzi e le prospettive dell'economia reale (vedi Alpha e Beta del 14.4.2020).

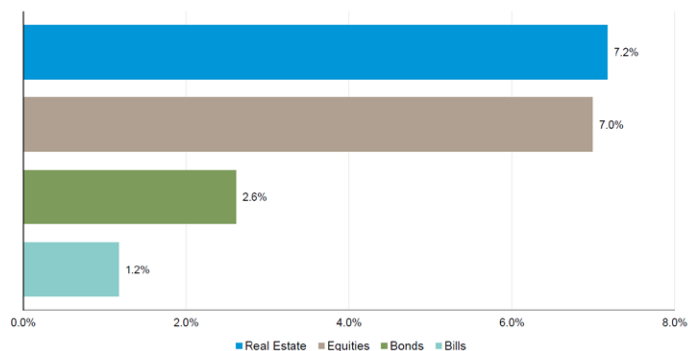


(Fonte: Gavekal Research)

Venerdì scorso, 17 aprile, le borse asiatiche ed europee hanno avviato la giornata con entusiasmo, innescato dalla notizia dell'esito positivo dei primi test condotti su un vaccino per debellare il SARS-CoV-2. Le borse scontano non tanto le grame prospettive economiche quanto le buone notizie sul lato sanitario (e, ovviamente, la confortevole presenza di banche centrali e governi). Alcuni sembrano aver già liquidato il 2020 e guardano con speranza al 2021, magari puntando sugli Stati Uniti che sono i più colpiti dall'emergenza sanitaria ma sono anche il paese che ha reagito con maggiore vigore, con entrambe le leve fiscali e monetarie perfettamente coordinate.

Altri pensano che i prezzi attuali sottovalutino la reale gravità della situazione, che la ripresa dell'attività produttiva sarà graduale e faticosa. Su questa opinione si ritrovano gli obbligazionisti, gli spread tirati riflettono il ragionamento che la liquidità che oggi sostiene l'attività produttiva sarà debito domani.

Nella categoria dei fatti e non delle opinioni rientra la superiorità, nei tempi lunghi, dell'investimento azionario su quello obbligazionario.



(Fonte: GAM, "The Rate of Return On Everything, 1870-2015", NBER Working Paper 2017)

Il tempo consente ai capitali pazienti di estrarre la "costante di Siegel", quell'extra-rendimento più o meno stabile nel lungo periodo che attribuisce alle azioni il primato rispetto a tutte le altre asset class.

"Notate la straordinaria stabilità del rendimento reale delle azioni nel lungo periodo" scrive Siegel "7% annuo tra il 1802 e il 1870, 6,6% dal 1871 al 1925 e 7,2% annuo dal 1926".

I conti di Siegel si fermano al 1994, anno di pubblicazione del suo "Stock for the Long Run" ma la costante di Siegel resta confermata anche nei primi due decenni del nuovo secolo.

L'edizione 2020 del Credit Suisse Global Investment Returns (in collaborazione con professori della London Business School e dell'Università di Cambridge), aggiorna i calcoli del rendimento reale delle azioni globali, pari a 5,2% negli ultimi 120 anni.

L'ultimo decennio è stato particolarmente favorevole per le azioni globali, il rendimento reale è stato del 7,6%, superiore al rendimento di 3,6% delle obbligazioni globali, comunque a sua volta eccezionale.

Nel libero spazio delle opinioni, la nostra è che non ci sia fretta nel costruire posizioni. Conveniamo sulla superiorità di lungo termine delle azioni e sulla loro convenienza rispetto alle obbligazioni. Ma siamo anche del parere che la ripresa non sarà come girare un interruttore.

La ripartenza sarà faticosa, le cattive notizie da lato macro sono appena cominciate.

"La parola d'ordine dovrebbe essere umiltà", scrive John Authers di Bloomberg, e non potremmo essere più d'accordo, nell'incertezza radicale dei prossimi mesi preferiamo la gestione attiva, la selettività e le strategie multi asset a bassa volatilità.

Nel medio periodo consideriamo gli investimenti tematici, un argomento che GAM propone da molto tempo, perché aiutano ad andare oltre alle prospettive di debolezza dei prossimi mesi. La tecnologia e l'health-care sono i candidati migliori, seguiti dai mercati emergenti.

Le occasioni nel credito, dove gli spread si sono allargati in modo indiscriminato, sono da cercare nella carta di emittenti di qualità.

In estrema sintesi, il risparmiatore dovrebbe evitare il situazionismo, l'attenzione esacerbata al presente, e restare fedele al metodo, non perdere di vista il lungo termine.

In momenti come questi l'aiuto di un consulente finanziario di fiducia è indispensabile, necessario il confronto con qualcuno che orienti le scelte, regoli i comportamenti, elargisca nozioni di educazione finanziaria.

E questo è un fatto, non un'opinione.

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.