

# PRUDENZA, PERSISTENZA, PAZIENZA

Nel tempo del Covid-19 si stanno sviluppando due narrazioni diverse e opposte, la preferenza per la liquidità e la narrazione win-win delle borse, con grande disorientamento dell'investitore

Ah, i ruggenti Anni Venti.

Gli anni del jazz, dell'Art Déco, della Lost Generation di Francis Scott Fitzgerald, dell'impetuosa crescita dell'economia.

Furono anni di sorprendenti cambiamenti nella cultura, nella politica, nel costume; le gonne che toccavano quasi terra si accorciano alle ginocchia, Coco Chanel rinnova lo stile e lancia la moda del taglio corto. Fino ad allora i capelli corti in una donna, come d'altro canto quelli lunghi in un uomo, indicavano atteggiamenti anti-conformisti se non addirittura rivoluzionari.

"Se avessi notato i capelli corti di quella donna elegante, non avrei certo acconsentito alla sua richiesta" si giustificò il manager di un albergo di New York per aver concesso il salone a un evento di simpatizzanti bolscevichi nel novembre 1918.



Felice Casorati, "Ritratto di Silvana Cenni" 1922

L'episodio è raccontato nelle prime pagine di "Only Yesterday, an informal history of the 1920's", avvincente racconto dell'effervescente decennio che seguì la fine della Grande Guerra.

Agile libretto di meno di duecento pagine, pubblicato nel 1931, "Only Yesterday" comincia con il preludio nel maggio 1919.

Il mese non è scelto a caso, Frederick L. Allen spiega che è ancora quel breve periodo tra il ritorno alla normalità, la guerra era finita sei mesi prima, e le trasformazioni che sarebbero arrivate da lì a poco. Allen racconta l'atmosfera del decennio, la speculazione, gli scandali, e termina con il racconto del "Grande Bull Market" e il Grande Crollo (il tredicesimo capitolo si intitola semplicemente "Crash!").

La prorompente crescita economica degli Stati Uniti in quegli anni fu il risultato di una combinazione di fattori, l'enorme apparato industriale sviluppato negli anni della guerra, il sorpasso di New York su Londra come piazza finanziaria mondiale, tariffe doganali che rendevano più costosi i beni importati e avvantaggiavano quelli prodotti in America.

Ma il valore di questo libretto è nel mostrare quanto sia stata potente e contagiosa anche la narrativa di una economia in crescita. "Una ex-attrice aveva trasformato il suo appartamento in Park Avenue come un grande ufficio, si era circondata di grafici, tabelle, report finanziari, stava tutto il giorno attaccata al telefono per negoziare questo o quel titolo, con un crescente coinvolgimento emotivo ... alle cene si sentivano storie fantastiche di improvvise fortune, un giovane banchiere aveva messo fino all'ultimo dollaro su una certa azione e si era sistemato per tutta la vita, una vedova era riuscita a comprare una villa enorme grazie alle sue vincite su quell'altra certa azione. Erano in migliaia a speculare, anche con successo, pur non avendo la minima conoscenza di cosa facessero le società in cui investivano".



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

La forza della narrazione avvince gli uomini sin dagli albori della civiltà. I racconti epici erano narrazioni utili a idealizzare la guerra trasfigurandone gli orrori in gesta eroiche. Nel poema omerico dell'Iliade, "il poema della forza e del potere", Simone Weil identifica la grande narrazione fondativa dell'Occidente.

Le narrazioni esercitano un'energica influenza anche nell'economia, come abbiamo visto con il libro di Allen, ricordato da Robert Shiller nelle prime pagine di "Narrative Economics", il nuovo libro dedicato alla forza dello story-telling nei cicli economici e finanziari, disponibile in Italia a settembre.

A proposito di narrative, in questi mesi se ne possono riconoscere almeno due, potenti e opposte, ragione di disorientamento per i risparmiatori.

La prima narrativa è quella della preferenza per la liquidità.

Le radici del fenomeno sono antiche, affondano nella tradizionale propensione al risparmio degli italiani.



Francis Scott Fitzgerald nel 1921. Il suo "Il Grande Gatsby" è uno dei migliori ritratti dello spirito degli Anni Venti

Negli anni Settanta l'alternativa alla liquidità era la solidità degli immobili. Erano gli anni cupi della "notte della Repubblica", magistralmente raccontati da Sergio Zavoli, del terrorismo, delle trame oscure che portarono nel 1979 all'ignominia dell'attacco affaristico-giudiziario alla Banca d'Italia, magistralmente raccontato da Beniamino Piccone.

Erano gli anni delle svalutazioni competitive, dei prestiti della Germania e degli Stati Uniti contro la garanzia di oro. L'investimento negli immobili offriva la sicurezza del tangibile contro la fragilità del denaro, esposto agli sfregi delle svalutazioni e ai rischi dell'incertezza politica.

Negli anni Ottanta i risparmiatori si avvicinarono in massa ai titoli di stato. Fu il decennio degli orrori del terrorismo e degli omicidi di mafia, della politica corrotta. I governi italiani dissiparono malamente l'opportunità di riportare il debito sotto controllo grazie al favorevole momento dell'economia globale anzi, spesa pubblica e debito aumentarono ulteriormente. Nel 1992 se ne sarebbe scoperto la ragione.

Fu un decennio di inflazione e di svalutazioni, i rendimenti a doppia cifra dei titoli di stato costituivano una forte attrattiva e i risparmiatori restavano ignari, o noncuranti, del fatto che l'inflazione, a sua volta a doppia cifra, azzerasse quasi del tutto il rendimento reale.

In tutti questi decenni, la costante del risparmio è stata comunque la liquidità nei conti correnti.

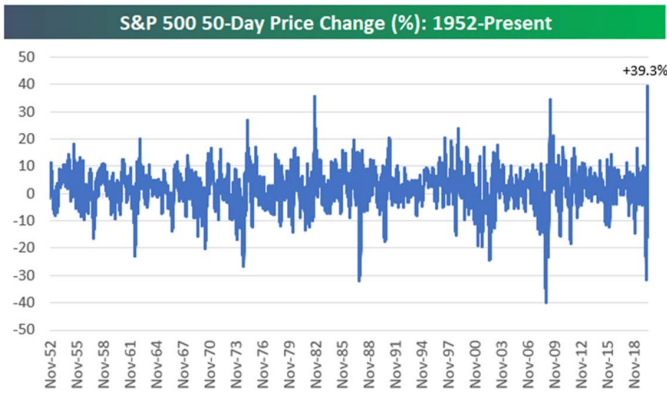
Non costituiscono dunque una sorpresa i dati pubblicati pochi giorni fa dalla Banca d'Italia che mostrano come nei mesi del maelstrom, tra febbraio e aprile, la liquidità dei conti correnti degli italiani sia aumentata di altri 54 miliardi di euro. Un terzo della ricchezza finanziaria degli italiani è tenuto sui conti correnti e sui conti deposito, capitale "inagito", direbbe Bernardino da Feltre, un oggetto sterile che "non fa crescere la ricchezza".

Storicamente, la propensione degli italiani al risparmio è sempre andata a braccetto con la diffidenza verso gli investimenti finanziari, la paura del coronavirus non fa che amplificare il fenomeno.

Nei soldi in testa della scorsa settimana il professor Legrenzi ha spiegato con la consueta chiarezza le ragioni della preferenza per la tangibilità degli immobili e del denaro prestamente disponibile rispetto all'intangibilità degli investimenti finanziari, magari in società che operano nell'intangibile per definizione, la tecnologia digitale.

Eppure, spiega l'amico Legrenzi, mentre gli italiani tesaurizzano il risparmio nella sicurezza del tangibile, nel regno dell'intangibile si svolge un'altra, diversa narrazione.

Dopo i minimi di marzo le borse hanno avviato il "rally più odiato della storia" perché ha colto tutti di sorpresa, investitori istituzionali e retail tutti con posizioni rischiose ampiamente scaricate tra febbraio e marzo.



Fonte: Bloomberg, Bespoke Inv Group

Il rally degli ultimi 50 giorni di trading, dai minimi della seconda metà di marzo, è tra i più ampi di sempre. I due grandi rally dei "50 trading days" del passato, nel 2009 e nel 1982, seguirono minimi importanti e furono l'inizio di due lunghe fasi positive del mercato. Le reazioni al rally sono polarizzate tra chi lo definisce folle e insensato, la borsa sale mentre ci sono milioni di disoccupati e gli Stati Uniti sono attraversati da tensioni razziali come non si vedevano da decenni, altri che invece lo ritengono l'esito naturale delle mosse delle banche centrali.

Nella prima settimana di giugno i dati PMI sono stati buoni in Cina, l'indicatore che anticipa la direzione dell'economia è tornato sopra 50, apprezzabile il dato europeo, ancora molto inferiore a 50 ma in ripresa.

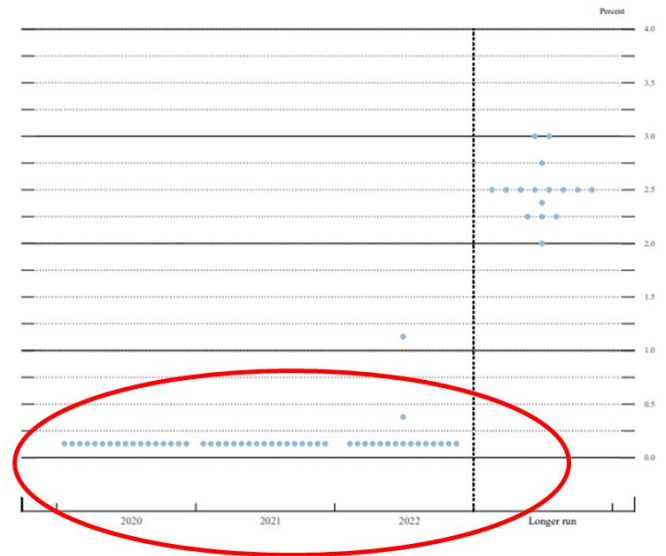
Nelle prime settimane del mese si sono susseguiti la BCE, che ha integrato il piano Pepp di 600 miliardi portandolo a 1.350, i due milioni e mezzo di nuovi occupati negli Stati Uniti, la Federal Reserve che come la BCE ha confermato l'atteggiamento ultraespansivo.

Tre eventi che si sono verificati in un contesto di generale ottimismo.

Più che 'l dolor (degli utili mancati) poté la liquidità. La narrativa prevalente non è quella naturale degli utili ma, ancora, quella artificiale delle banche centrali. La borsa americana ha recuperato il tonfo di marzo come se si fosse trattato di una sbandata per un colpo di sonno, un grande spavento per fortuna senza conseguenze e si riprende la guida.

La Fed ha nazionalizzato il mercato dei bond, ha detto un analista, il mercato scommette sulla volontà della Fed di tenere sotto controllo il rendimento del Treasury, anche se non in modo esplicito come la Bank of Japan, fino a quando il mercato del lavoro consoliderà i segnali positivi e l'economia americana avrà superato le conseguenze della pandemia.

Raramente il tradizionale grafico a pallini del FOMC mostra una così unanime convergenza di opinioni sul livello dei tassi nell'immediato futuro, le previsioni dei membri del comitato che guida la politica monetaria si fanno più articolate nel lungo periodo ma fino al 2022 i tassi resteranno al pavimento. il bilancio ha superato i tre trilioni di dollari e non è ancora finita, c'è chi prevede la vetta dei dieci trilioni, un Everest che corrisponderebbe a circa la metà del Pil americano.



Fonte: GAM Italia, Federal Reserve giugno 2020

Le priorità della banca centrale restano la stabilità dei prezzi e l'occupazione ma, dato che l'inflazione al momento non preoccupa, l'attenzione dei banchieri centrali si concentra sul mercato del lavoro. "Se esitassimo ad agire solo perché pensiamo che i prezzi degli asset finanziari siano troppo alti, cosa accadrebbe a tutte quelle persone?" ha detto Powell riferendosi ai molti ancora senza lavoro. Il rendimento del decennale americano è cruciale nella valutazione delle azioni, più è basso più le azioni sono interessanti ma, se aumenta, meno investitori saranno disposti a pagare un premio per asset più rischiosi. Per due mesi piuttosto stabile attorno a 0,70%, ha sfiorato l'1% ritracciando anche prima delle dichiarazioni di Powell.

La narrativa prevalente nel mercato azionario è quella win win, come ha scritto Mohamed El Erian, vinci se scommetti sulla ripresa a forma di "V", vinci perché comunque la Federal Reserve terrà sotto controllo il Treasury.

Tra queste due narrazioni, come si deve comportare il risparmiatore o, meglio, l'investitore?

In una conferenza stampa dell'aprile 2018 Mario Draghi evocò le virtù della prudenza, della persistenza e della pazienza. Draghi parlava ai governi nazionali, e ad alcuni colleghi del Board, si riferiva alla necessità di proseguire nella politica monetaria espansiva tenuto conto delle grame notizie dall'economia dell'Eurozona. Ma prudenza, perseveranza e pazienza sono virtù esercitabili anche dall'investitore.

#### **Prudenza.**

La scorsa settimana raccomandavamo di evitare le scommesse. Woody Allen racconta di quando la liquidità di suo padre era "abbastanza anemica a causa di investimenti sbagliati sull'esito di alcune partite di basket". Certo, le scommesse dei mercati sono cosa diversa ma diversificazione e selettività restano comportamenti saggi. Diversificazione, approccio attivo (magari con bassa rischiosità) e selettività non evitano i rovesci del mercato, inevitabili, ma fanno il possibile per assorbirli nel migliore dei modi. E' un comportamento che risponde alla virtù della prudenza nei confronti di un rally che, ancora privo del sano alimento degli utili societari, conserva molte incognite.

#### **Perseveranza.**

Qualche settimana prima (L'Alpha e il Beta del 20 aprile 2020) riprendevamo un argomento più volte trattato in passato, i vantaggi della fedeltà al metodo di investimento e la capacità di tenere lo sguardo rivolto al lungo termine. La fedeltà al metodo è la corda che lega Ulisse all'albero maestro, i sassolini bianchi che fanno ritrovare ad Hansel e Gretel la strada di casa. La fedeltà al metodo è sempre preferibile a qualsiasi esercizio previsivo.

#### **Pazienza.**

Quando si parla di investimenti tematici, come ad esempio nell'Alpha e il Beta dello scorso 1 giugno, dedicato al settore dei beni di lusso, ci si riferisce a investimenti che approfittano delle grandi dinamiche demografiche o della rivoluzione digitale e che necessitano di tempi lunghi. Gli investimenti tematici favoriscono la comprensione del lungo termine e l'esercizio della pazienza. 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.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://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.