

UN PUNTO DI EQUILIBRIO SORPRENDENTE

A fine agosto 2023, sui mercati azionari e del reddito fisso sicuro (Treasury americani a 10 anni), stiamo toccando un punto interessante perché sorprendente rispetto alle medie di lungo periodo. Come mostra la figura seguente, dopo 15 anni, il premio al rischio “è del tutto evaporato”. In effetti il rendimento medio dello S&P 500 pareggia il rendimento del Treasury decennale. Dato che quest'ultimo è considerato assai meno rischioso dello S&P 500, normalmente, cioè sui tempi lunghi, abbiamo un differenziale di circa il 4/5% a favore del rendimento azionario rispetto al reddito fisso. Questo differenziale è per così dire “il prezzo della paura”, cioè l'extra-rendimento che compensa il maggior rischio percepito (non reale, beninteso: sui tempi lunghi nulla batte lo S&P 500!!!).

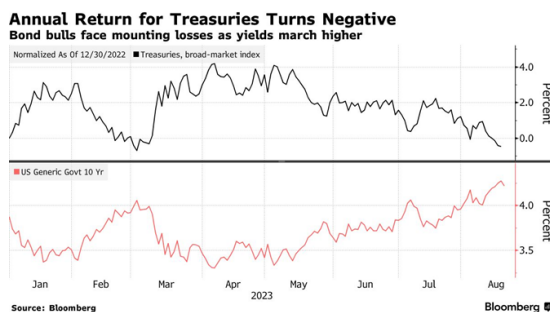


A fine agosto 2023 il premio al rischio è scomparso. Fonte: Bloomberg modificata.

Premesso che, come ha già osservato a suo tempo Keynes, i mercati possono stare disallineati per lungo tempo (cautela quindi nel fare scommesse direzionali!), che cosa dovrà succedere perché si torni ad avere un premio al rischio, e cioè il consueto extra-rendimento azionario?

Possono succedere le seguenti cose:

1. I Treasury decennali possono salire di prezzo abbassando così il loro rendimento percentuale. Questa attesa da parte di molti esperti e di molte case d'investimento per ora è andata delusa, come mostra la seguente figura:



Gli ottimisti sull'incremento dei prezzi del Treasury finora sono stati delusi. Fonte: Bloomberg modificata.

Persino i TIPS, cioè il mix di Treasury che difendono dall'inflazione, sono scesi di valore dall'inizio dell'anno.

2. I rendimenti di borsa, cioè gli utili delle imprese, potrebbero salire ulteriormente pur avendo conosciuto incrementi che finora hanno per lo più superato le stime degli esperti.

Dato che 1 e 2 non si escludono, anzi vanno nella stessa direzione, prevedo in futuro, grosso modo, un mix di 1) e di 2). Le parole di Jerome Powell confortano in questa direzione (<https://www.youtube.com/watch?v=Y-1SowXR8zY>).

In pratica consiglio di stare sempre esposti sull'azionario, come il fondo sovrano norvegese, dato che il premio al rischio tornerà, come sempre è tornato, e con lui tornerà l'extra-rendimento dell'azionario.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

E non dimentichiamo la forza dirompente delle innovazioni tecnologiche: sui tempi lunghi il Nasdaq rende circa l'1% più dello S&P 500 (che anche lui contiene, anche se diluiti, i gioielli della tecnologia e, soprattutto, le perle dell'intelligenza artificiale: quelle che - come dice Shiller - sono la trama della narrazione oggi in voga).

Tornando al Nasdaq, e al mio ciclo dedicato all'intelligenza artificiale - la causa del vero punto di rottura sui mercati - questa e la prossima lezione saranno forse un poco "tecniche" nella serie dedicata all'intelligenza artificiale. In realtà quanto sto per dire, soprattutto nella prossima lezione, richiede soltanto un po' d'attenzione e la conoscenza della matematica che impariamo alle scuole elementari. Se però detestate tutto ciò che non sia discorsivo, vi consiglio di saltare la prossima lezione. Non credo tuttavia che sia una buona idea perché nelle "macchine intelligenti" c'è qualcosa di differente da tutte le altre macchine, come forni a microonde, televisioni, condizionatori, frigoriferi, e così via, insomma tutti gli altri elettrodomestici. Perché? Perché questi elettrodomestici interagiscono solo superficialmente e marginalmente con l'intelligenza umana. Al contrario internet e i computer non solo si interfacciano con noi e si intrecciano, talvolta perfino modificano il nostro modo di pensare. Per esempio non rendono più così indispensabile la memoria umana perché ognuno di noi è fornito di una, per così dire, "memoria esterna". Inoltre ignorarne il funzionamento alla radice porta a fraintendimenti e i fraintendimenti sfociano spesso in una cattiva relazione tra umano e artificiale: paura, diffidenza, sospetti, tendenza al rifiuto. Inoltre si diffondono i fraintendimenti e il più rilevante consiste nel fatto che i computer non lavorano con i numeri ma con i numerali: qualsiasi dominio di oggetti può essere rappresentato in modi diversi.



Quello che fino all'inizio di quest'anno era una forte superiorità, oggi è divenuta un distacco incolumabile. Fonte: Bloomberg modificata.



Dall'inizio del 2022 lo S&P500 si muove in una fascia: solo i titoli dell'IA creano la differenza. Fonte: Bloomberg modificata.

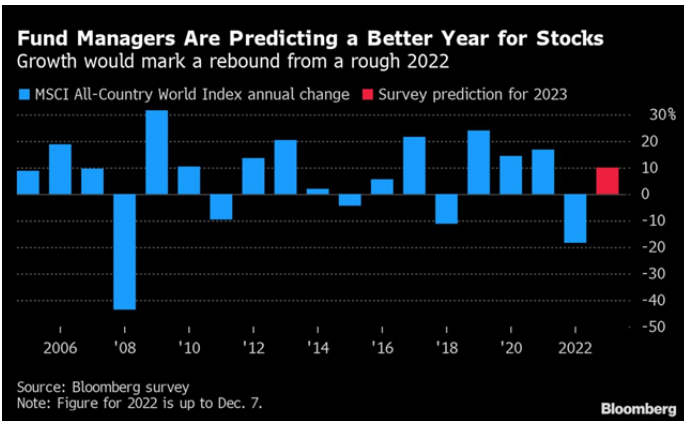


Economist.com

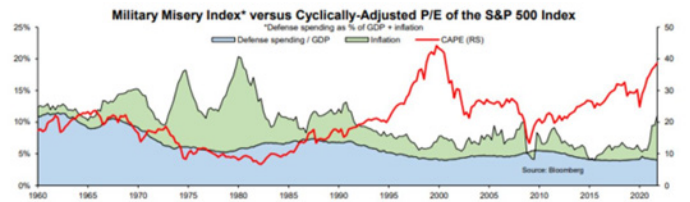
Come è noto, il forte rialzo del Nasdaq e dello S&P500 a partire dal 2015 è dovuto a pochi titoli tecnologici, quelli ben noti. Ma recentemente il rialzo è diventato un turbinio: la causa viene attribuita per lo più alle innovazioni dell'intelligenza artificiale di cui parliamo in queste lezioni. Fonte: Economist modificata.



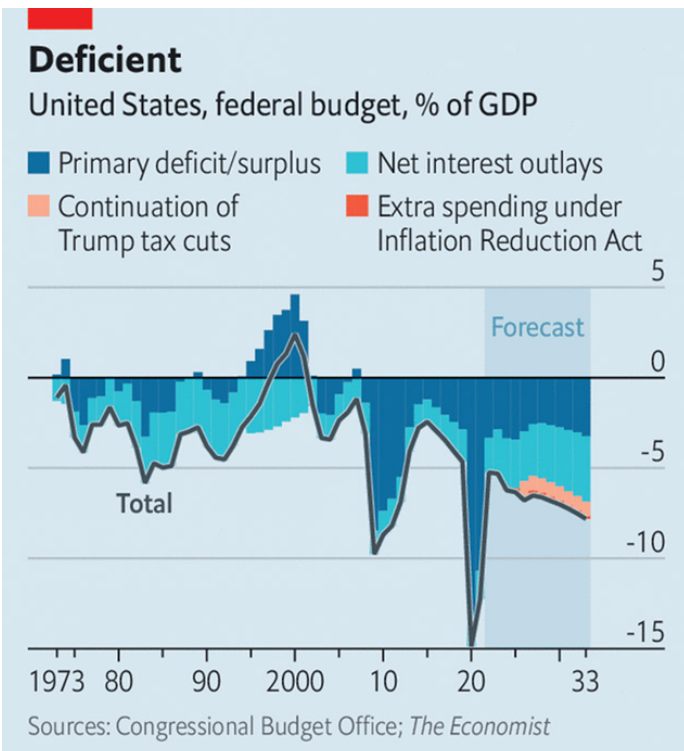
Anche gli esperti si sbagliano: il rialzo dei tassi e la perdurante inflazione, più dura del previsto da domare, aveva messo in movimento gli "orsi". Ma i fatti non hanno dato loro ragione e si sono rapidamente ricreduti. Fonte: Bloomberg modificata.



Non era difficile predire un 2023 migliore per le azioni dopo un 2022 che è stato il più deludente dal 2008. Della serie: le profezie auto-avverantisi. Questo rende le previsioni di borsa diverse da quelle meteo dove non ci sono profezie auto-avverantisi. Fonte: Bloomberg modificata.



Le guerre fanno aumentare le spese per la difesa, le spese per la difesa fanno aumentare il deficit, il deficit fa aumentare i tassi e il costo del denaro, l'aumento del costo del denaro intacca il credito, l'asciugarsi del credito rallenta l'economia e i consumi, il rallentamento dell'economia e dei consumi non fa bene agli utili delle imprese, il mancato incremento degli utili delle imprese non fa bene alla borsa. Fonte: Bloomberg modificata.



Dall'inizio del secolo si è iniziato a fare debito per sorreggere l'economia e i valori di borsa. Ma sarà possibile continuare su questa strada? Fonte: Economist modificata.

Un sistema molto generale e di vastissima applicazione è quello dei numeri, entità astratte per eccellenza. Anche quando i numeri designano entità specifiche, poniamo tre mele e quattro ciliegie, che non sono confrontabili e che quindi non si possono sommare trattandosi di entità diverse, basta spostarsi a un livello più astratto, quello della frutta. Le mele e le ciliegie diventano sette esemplari di frutta e le differenze spariscono. Alla scomparsa di Silvio Berlusconi è stato detto che lui, nel 1994, aveva sommato il partito forte al Sud-Italia e quello al Nord-Italia e vi aveva aggiunto il suo nuovo partito. Questa somma, in un'ottica tradizionale, era giudicata ardua se non impossibile trattandosi di tre entità apparentemente troppo diverse. Berlusconi però non era un professionista della politica. Vide le cose in modo nuovo: per lui si trattava solo di tre partiti che si potevano sommare. Li addizionò e vinse. Ancor oggi, trent'anni dopo, nella sostanza le cose stanno così. Ma adesso mettere assieme questi addendi, e la somma risultante, non stupisce più: la forza dell'abitudine! L'abitudine aiuta ma anche confonde: per esempio ci eravamo adagiati sui tassi a zero, situazione che in termini storici era ed è eccezionale pur avendo durato a lungo, al punto che molti hanno dimenticato la "normalità di un tempo" a cui stiamo tornando.

Riprenderò, nella prossima lezione, il tema dei numeri e dei numerali, senza mai dimenticare l'andamento dei mercati, al di là del "rumore" giornaliero, e i consulenti, che devono avere spunti di conversazione, analisi, rassicurazione, analisi e conforto nei confronti dei loro clienti.

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

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.