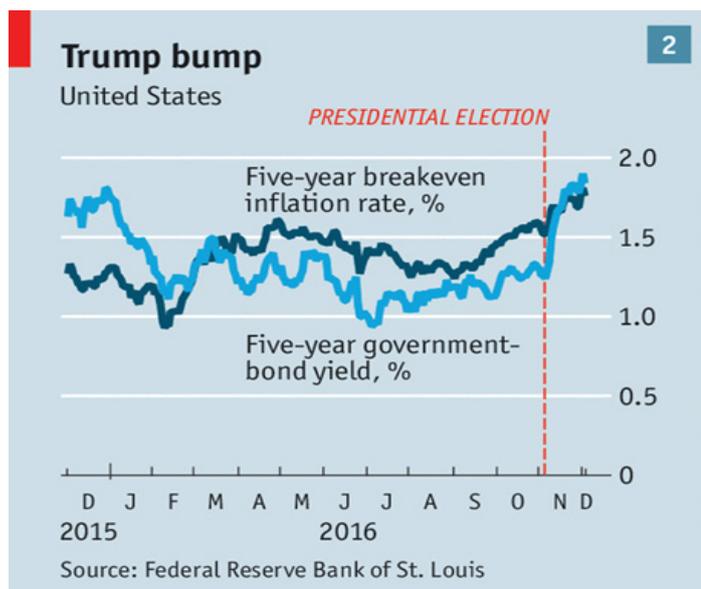


I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 211 – 16 febbraio 2017

Sorprese, punti di svolta e ruolo dei consulenti

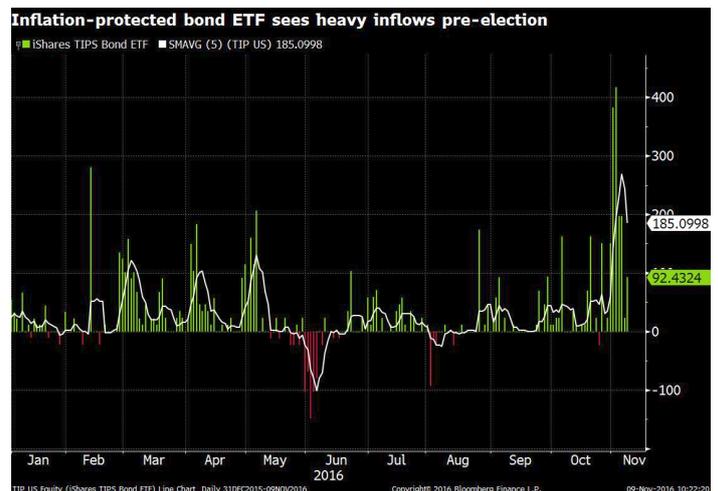
Se domandate a una persona che cosa è una sorpresa, vi sentirete rispondere che è un'emozione, positiva o negativa, concomitante a un evento inatteso. Dato che oggi si misurano le attese anteriori a un evento con i risultati dei sondaggi, possiamo dire che l'elezione di Trump è stato il prototipo di un evento inatteso.



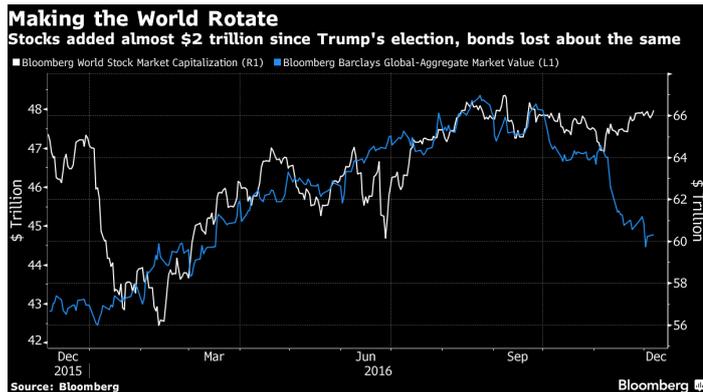
Economist.com

Conseguenze sui mercati di un evento inatteso come l'elezione di Trump: un brusco impennarsi di tendenze già in atto (inflazione e tassi sui titoli quinquennali). Fonte: Economist modificata.

E tuttavia un evento non del tutto inatteso. In effetti, molte persone, in vista delle elezioni, cioè di un esito temuto o sperato, si erano coperte, cioè preparate all'eventuale sorpresa comprando TIPS, cioè gli Etf composti dai titoli del tesoro statunitense, con diverse scadenze e legati all'inflazione, concepiti come il massimo della sicurezza e della prevenzione.

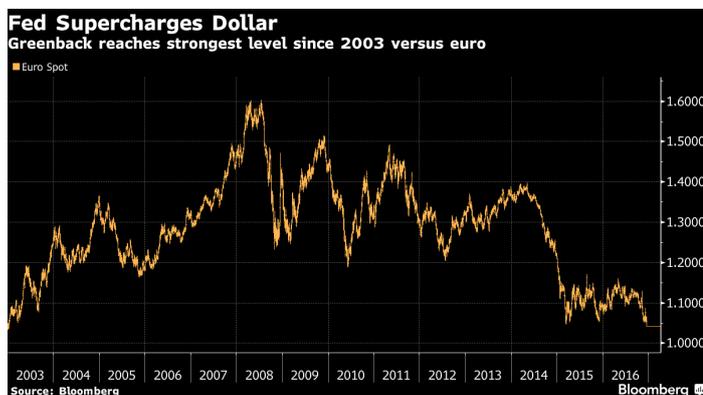


In prossimità dell'esito delle elezioni, gli acquisti di Etf, composti dai titoli del tesoro di diverse scadenze legati all'inflazione, si sono temporaneamente impennati perché le persone si sono protette con il massimo della sicurezza e della prevenzione. Poi nel gennaio 2017 sono calati di valore. Fonte: Bloomberg modificata.



Nell'immediato dopo-Trump, i mercati azionari hanno guadagnato quello che hanno perso i mercati obbligazionari, cioè circa due trilioni di dollari. Fonte: Bloomberg modificata.

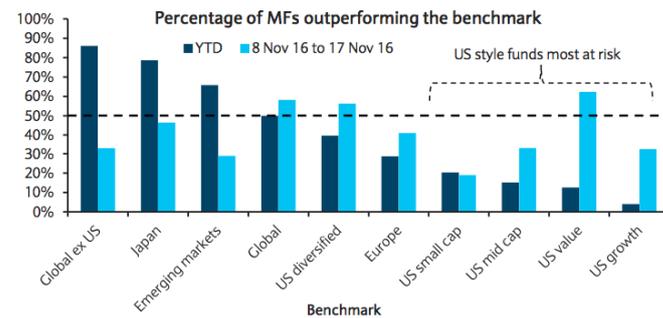
Ci sono le mosse pre-sorpresa e le mosse post-sorpresa, come si vede dalla figura che mostra, a livello mondiale (data l'importanza dei mercati statunitensi) come i mercati azionari abbiano guadagnato quello che hanno perso i mercati obbligazionari, cioè circa due trilioni di dollari. In altre parole sui mercati non ci sono mai "vere sorprese" perché queste presentano "anticipi", cioè pre-sorprese, ed anche "conseguenze", cioè post-sorprese. E sia anticipi che conseguenze lasciano segni e tracce. Diciamo che una sorpresa è quell'evento che, secondo i sondaggi, la maggioranza delle persone non si aspettava. Non ci sono mai cigni veramente neri in finanza, se vogliamo usare un termine che Taleb ha reso celebre per esprimere in modo immaginifico l'idea di Popper che un solo caso raro basta per falsificare un'ipotesi o un'aspettativa. Ed ecco un'altra conseguenza: il rafforzamento del dollaro.



Il dollaro si è rinforzato nell'immediato post-Trump, accentuando una tendenza già in atto. Fonte: Bloomberg modificata.

Se in un anno ci sono molte sorprese rispetto alle attese prevalenti, questo "inaspettato" ha delle conseguenze su quelle persone che cercano di costruire prodotti basati sulle anticipazioni del futuro. La quota di queste persone che, con i loro prodotti, non riesce a battere gli indici aumenta, soprattutto su certi mercati, come mostra la figura seguente. In altre parole non tutti gli stili di gestione nei diversi comparti "soffrono" in ugual modo delle "sorprese" (in questo caso entrano in gioco le forti rotazioni settoriali).

US and Europe equity mutual fund performance remained subpar year to date



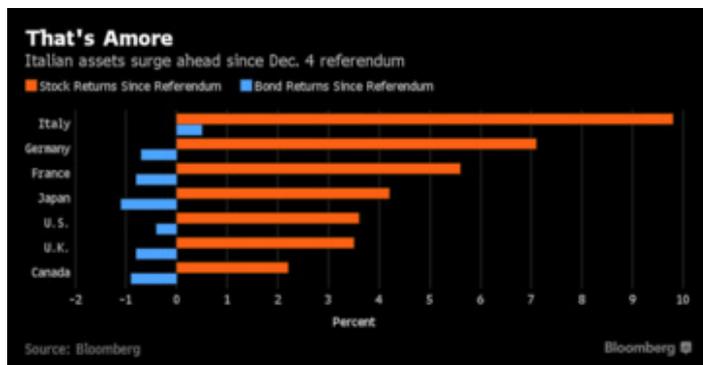
La seguente tabella mostra la percentuale di fondi che riesce a battere l'indice e, soprattutto, la difficoltà dei fondi che hanno uno specifico stile di gestione. Fonte: Bloomberg modificata.

In altri casi, quelli che molti credevano esiti futuri che, se verificati, avrebbero prodotto forti reazioni sui mercati, gli esiti temuti si sono verificati ma le conseguenze sono state di breve durata. Poche ore nel caso del referendum italiano, dalle 4 di mattina a mezzogiorno.



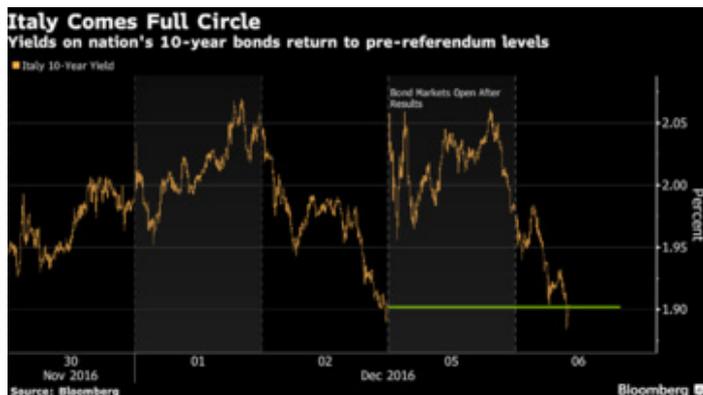
Solo dalle 4 di mattina a mezzogiorno il mercato italiano ha reagito all'esito del referendum. In serata la notizia era già stata riassorbita. Fonte: Bloomberg modificata.

Poi, col passare del tempo, superato l'esito del 4 dicembre, come sui mercati britannici dopo Brexit, i mercati italiani hanno reagito positivamente a quello che molti supponevano sarebbe stato un evento con conseguenze negative.



L'andamento del mercato italiano delle azioni e dei bond viene confrontato con gli altri mercati dopo il referendum del 4 dicembre. Fonte: Bloomberg modificata.

E anche i rendimenti sui governativi italiani decennali confermano questo veloce riassorbimento.

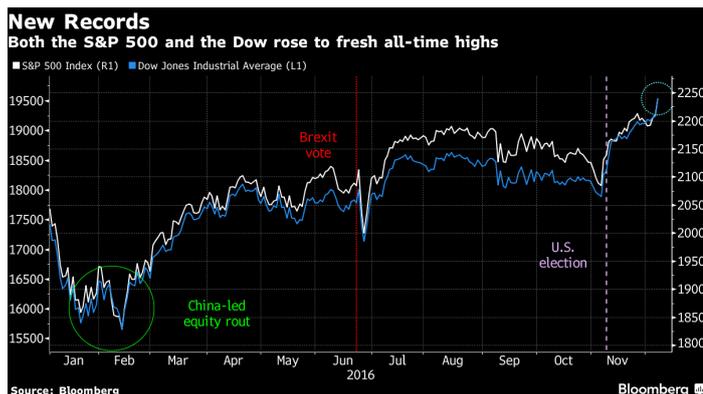


Il cerchio si chiude: i rendimenti dei titoli decennali, dopo un'impennata, tornano ai livelli pre-referendum. Fonte: Bloomberg modificata.

Alcuni eventi che, momentaneamente, si credono negativi e che hanno effetti in tal senso, vengono presto riassorbiti e si riprende la tendenza precedente. Il riassorbimento in questione si è visto sul mercato statunitense dopo il voto sulla Brexit e l'elezione di Trump.

Questi esempi ci mostrano che ci sono diversi modi di intendere le sorprese.

Un modo più vicino al senso comune: capita un evento inatteso e si hanno o non si hanno delle conseguenze. L'altro modo di intendere il termine è concepire una sorpresa come uno scarto persistente rispetto a un fenomeno storico, per esempio il rapporto medio prezzo/utili su un mercato azionario. Qui le sorprese durano nel tempo se s'intende come sorprendente un forte e persistente scostamento di un valore dalla media come quello che oggi si verifica sul mercato statunitense rispetto ai rapporti p/u storici.



La tendenza al rialzo non si è interrotta a lungo dopo Brexit e Trump. Alla fine di gennaio 2017 sono stati raggiunti nuovi livelli record. Delle sorprese non-sorprese. Fonte: Bloomberg modificata.

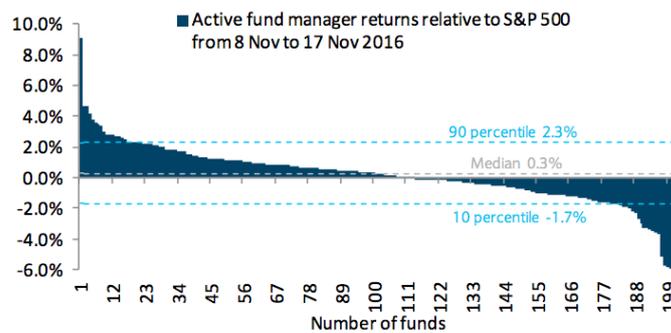
La differenza tra le sorprese di breve durata e i punti di svolta giustifica la presenza di un consulente rispetto a un risparmiatore/investitore emotivo, cioè di fatto la maggioranza delle persone. Sono i punti di svolta di lungo periodo quelli che contano e non le sorprese contingenti. Per esempio, non i tassi in relazione alla sorpresa "Trump", ma il punto di svolta precedente, quello verificatosi nell'estate del 2016.



Il rialzo dei tassi non va fatto risalire al cambio di presidenza USA ma prima, all'estate del 2016. La presenza di punti di svolta è materia da consulenti e da esperti. Fonte: Bloomberg modificata.

Un tipico segnale rivelatore di quella che è una sorpresa per i più, ma non per tutti, è l'aumento della varianza tra i risultati dei diversi operatori/gestori. Tale aumento si riflette nel divaricarsi delle prestazioni dei prodotti a gestione attiva in funzione delle contro-mosse adottate nei confronti degli eventi considerati sorprendenti. Insomma: più sorprese, più varianza nelle prestazioni.

Performance of US diversified equity mutual funds (benchmarked to S&P 500) has varied greatly after the election with a 400bp spread between the top and bottom 10%



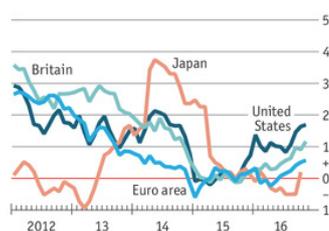
Source: Bloomberg, Barclays Research

La figura mostra i rendimenti dei fondi a gestione attiva dall'8 al 17 novembre 2016. E' visibile la grande varianza di prestazione tra i fondi. Fonte: Bloomberg modificata.

Parafrasando William James, il fondatore statunitense della psicologia (Principles of Psychology, 1890, p. 403): “Chiunque sa che cosa sia una sorpresa”. Sembrerebbe che “sorprendere” sia, almeno a prima vista, una nozione chiara e semplice, come può sembrare per tante altre nozioni di psicologia del senso comune che diamo per scontate. Eppure il senso comune non ci spiega come funzionano i meccanismi che ci mettono in grado di venir sorpresi da qualcosa e, in seguito a una sorpresa, di spostare l’attenzione, facendoci concentrare su un’altra cosa (cfr. il mio recente “Una cosa alla volta” scritto con Carlo Umiltà e pubblicato da Il Mulino).

Consumer prices

% change on a year earlier



In America, annual consumer-price inflation approached 2%. Elsewhere too, higher oil prices and a stronger dollar nudged prices up, though Japan still flirts with deflation.

Sources: Haver Analytics; Thomson Reuters

Ten-year government-bond yields

%



Some analysts declared an end to the 30-year bull market in government bonds as yields picked up at last, most notably after Donald Trump’s election victory. They may be premature.

La figura il cambiamento dei prezzi rispetto a un anno prima nei diversi paesi e l’incremento dei tassi dei titoli governativi. In entrambi i casi il 2016 è stato un punto di svolta. Fonte: Economist modificata.

Facile accorgersi di una sorpresa temporanea, difficile cogliere i veri punti di svolta. Eppure sono questi quelli cruciali. Sono questi che rendono indispensabile l’aiuto di un consulente.



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.

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. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all’esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.