

I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 225 – 1 giugno 2017

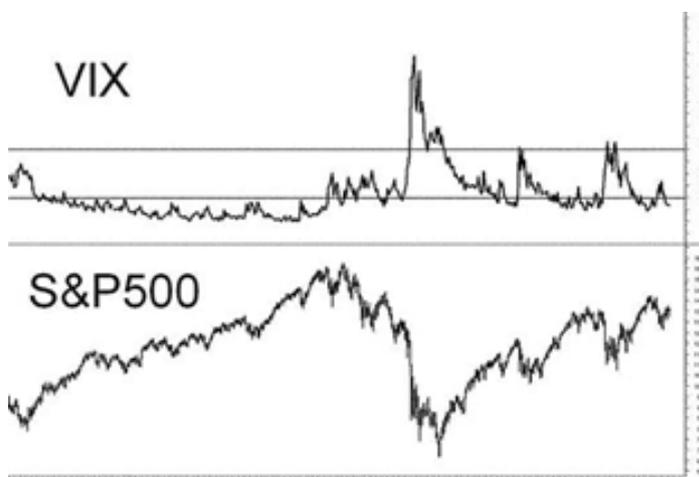
Il paradosso fondamentale del passaggio generazionale

Il dibattito recente sui fatti economici e finanziari è molto bene riassunto nel recente libro di Mervyn King, professore alla London School of Economics e conoscitore profondo della recente crisi del 2008 che King ha “attraversato” e poi ha analizzato non solo come studioso e teorico, ma anche nel suo ruolo operativo di governatore della Banca di Inghilterra dal 2003 al 2013 (Mervyn King, La fine dell'alchimia. Il Saggiatore, Milano 2017).

Il suo libro mette in luce e usa come schema interpretativo il concetto di “incertezza radicale”, irriducibile alla nozione di rischio caratterizzata dalla possibilità di misurare o di stimare la variabilità di un fenomeno. Tale misurazione/stima del rischio è possibile soltanto in questi tre casi:

- o sulla base delle caratteristiche evidenti di un fenomeno che prevede un certo numero di possibilità (un dado non truccato ha sei facce e non occorre fare misure della frequenza dei risultati dei lanci per prevedere che sui tempi lunghi una faccia del dado ha una probabilità su sei di uscire: lo si vede direttamente!).
- Oppure misurando come si presenta la varianza e la variabilità nel tempo di un fenomeno che è caratterizzato da una certa regolarità (la nozione su cui fanno leva le assicurazioni).
- O, infine, soltanto in termini di stima probabilistica, quando si misurano i prezzi delle scommesse sul futuro o i prezzi dell'assicurarsi contro eventuali discese future. Per esempio, il VIX (tecnicamente CBOE, Chicago Board Option Exchange) è una misura delle aspettative della volatilità del mercato S&P 500 a breve termine, e cioè il prezzo che gli operatori sono disposti a pagare per assicurarsi la facoltà, ma non l'obbligo, di scommettere al rialzo o al ribasso sull'indice S&P 500.

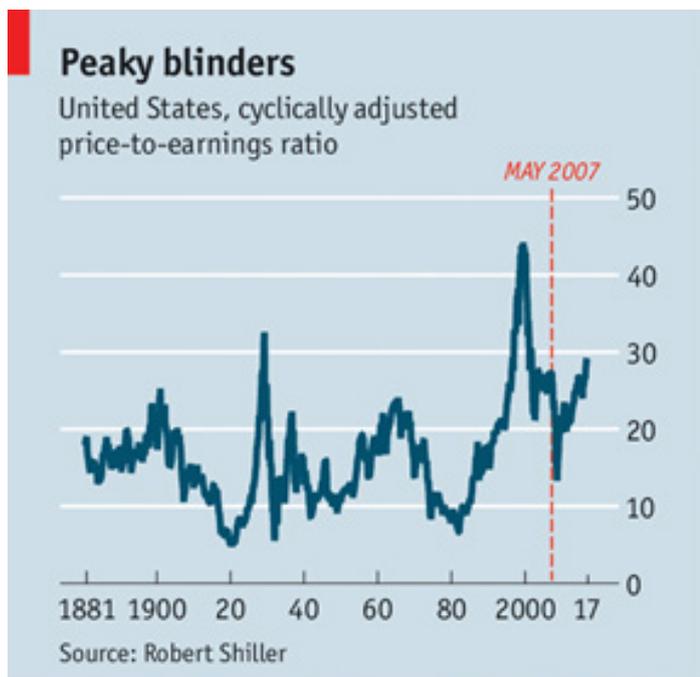
Di questi tre tipi di misurazioni/stime solo il VIX è in certo qual modo una previsione legata al grado di ottimismo/pessimismo presente sui mercati. In effetti, è l'indicatore che ha una correlazione inversa con lo S&P500, una correlazione inversa solida, che dura da, e presumibilmente su, tempi lunghi, come mostra la figura.



Correlazione inversa tra VIX e S&P 500. Fonte: Bloomberg modificata

Che ci sia un elevato ottimismo dopo le elezioni per la presidenza francese e quelle amministrative tedesche, oltre che dalle speranze nelle politiche fiscali di Trump, lo si vede dai valori alti che ha il rapporto p/u sul mercato americano, indice di ottimismo nel senso che la borsa viene acquistata a valori “cari” rispetto alla media storica del p/u.

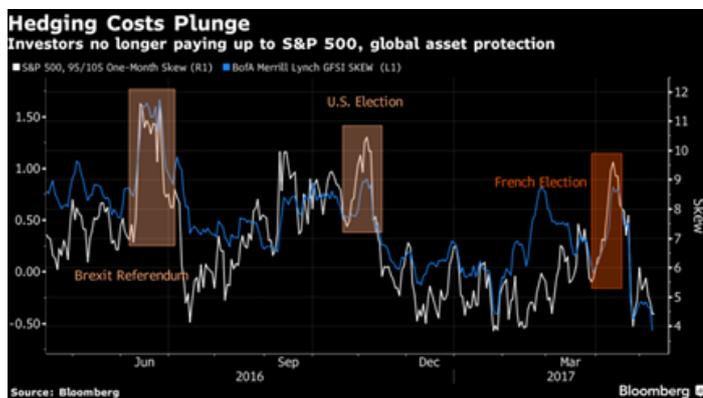
Se esaminiamo tali valori dal 1881 a quasi metà 2017, vediamo che le azioni si possono comprare “care” o “a buon prezzo”, con una tale oscillazione – soprattutto a partire dal 1980 – che è cruciale avere, oltre una buona diversificazione globale, un orizzonte temporale lungo (di qui il “paradosso del passaggio generazionale” di cui parleremo tra poco).



Economist.com

Media storica del rapporto prezzo utili della borsa americana. La media storica è circa 16, dal 1990 la media è più di 25. Quindi il valore attuale è molto alto rispetto alla media secolare, non a quella dell'ultimo trentennio. Fonte: Economist modificata.

Un'altra stima indiretta dell'ottimismo/pessimismo nei confronti del futuro è data dal costo dell'assicurarsi contro eventuali discese future. Come indica la figura il prezzo di tale assicurazione è ai minimi.



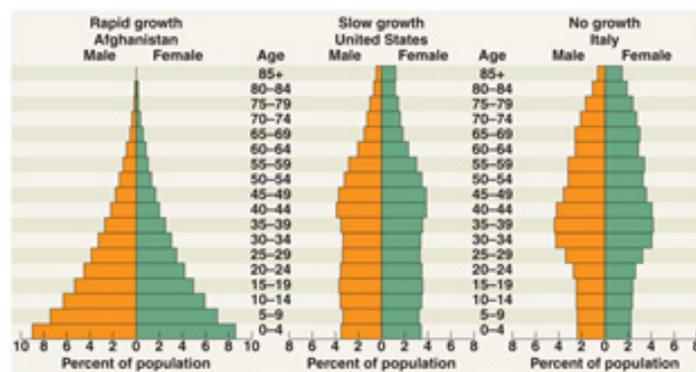
Da inizio 2016 il prezzo di assicurazione contro le discese è ai minimi. Fonte: Bloomberg modificata.

Comunque, va detto che tutti questi indicatori sono inutili per previsioni a medio-lungo termine e la loro estrema variabilità mostra la necessità di diversificare a livello globale e di pianificare un portafoglio e un patrimonio sui tempi lunghi. Queste considerazioni hanno direttamente a che fare con il tema che ci è caro: il passaggio generazionale.

Noi sappiamo che il patrimonio degli italiani è di circa ottomila miliardi, tra beni immobili e mobili. Sappiamo inoltre che circa duemila miliardi sono gestiti. Il rapporto tra una buona gestione della parte finanziaria di un patrimonio e il tema del passaggio generazionale crea quello che chiamerò il PARADOSSO DEL PASSAGGIO GENERAZIONALE. Esso è fondato sui seguenti dati di fatto:

- piramide generazionale,
- buona gestione per il detentore del portafoglio,
- età dei detentori,
- profili di rischio su cui è tarata la gestione.

Il dato di partenza è la piramide dell'età.



Piramide età "rettangolare" in Italia, e particolarmente "femminile". Fonte: Economist modificata.

Come è noto, in Italia, la piramide dell'età mostra la più alta percentuale mondiale di persone anziane dopo il Giappone. Inoltre se andiamo a vedere i detentori di patrimoni sopra la soglia del mezzo milione di euro di quota gestita vediamo che la piramide è, ai vertici, ancora più "rettangolare", nel senso che tali patrimoni sono controllati da persone di più di 70 anni e prevalentemente di sesso femminile. Di qui il paradosso del "passaggio generazionale", che in sintesi si può descrivere così:

- quanto più il profilo del detentore viene ottemperato dal gestore, tanto più il portafoglio ha, col in passare degli anni un orizzonte "corto";
- tanto più passano gli anni del detentore tanto più il profilo è inadatto alla persona che riceverà il portafoglio dopo il passaggio generazionale.

Bloomberg 2017 Healthiest Country Index

| Rank | Country | Health grade | Health score | Health risk penalties | Rank | Country | Health grade | Health score | Health risk penalties |
|------|-------------|--------------|--------------|-----------------------|------|-------------|--------------|--------------|-----------------------|
| 1 | Italy | 93.11 | 97.44 | -4.33 | 26 | Belgium | 80.96 | 86.03 | -5.07 |
| 2 | Iceland | 91.21 | 96.20 | -4.99 | 27 | Slovenia | 80.81 | 86.65 | -5.83 |
| 3 | Switzerland | 90.75 | 94.96 | -4.21 | 28 | Denmark | 80.36 | 85.02 | -4.66 |
| 4 | Singapore | 90.23 | 94.11 | -3.88 | 29 | Chile | 77.18 | 82.53 | -5.35 |
| 5 | Australia | 89.24 | 93.88 | -4.64 | 30 | Czech Rep. | 75.76 | 81.82 | -6.06 |
| 6 | Spain | 89.19 | 94.14 | -4.95 | 31 | Cuba | 74.23 | 79.13 | -4.90 |
| 7 | Japan | 89.15 | 93.69 | -4.54 | 32 | Lebanon | 74.03 | 79.55 | -5.51 |
| 8 | Sweden | 88.92 | 93.78 | -4.85 | 33 | Costa Rica | 73.14 | 77.16 | -4.01 |
| 9 | Israel | 88.14 | 92.47 | -4.33 | 34 | U.S. | 73.05 | 78.25 | -5.21 |
| 10 | Luxembourg | 87.87 | 92.90 | -5.03 | 35 | Croatia | 72.88 | 78.16 | -5.28 |
| 11 | Norway | 86.81 | 91.61 | -4.81 | 36 | Qatar | 71.78 | 77.33 | -5.55 |
| 12 | Austria | 86.34 | 90.78 | -4.44 | 37 | Brunei | 70.21 | 75.14 | -4.92 |
| 13 | Netherlands | 85.83 | 89.94 | -4.11 | 38 | Estonia | 69.24 | 75.67 | -6.43 |
| 14 | France | 85.59 | 90.93 | -5.34 | 39 | Poland | 68.92 | 75.34 | -6.42 |
| 15 | Finland | 84.80 | 89.58 | -4.78 | 40 | Bahrain | 68.73 | 74.20 | -5.46 |
| 16 | Germany | 84.78 | 89.40 | -4.62 | 41 | Maldives | 67.90 | 71.82 | -3.92 |
| 17 | Canada | 84.57 | 89.53 | -4.96 | 42 | Bosnia & H. | 67.83 | 72.91 | -5.08 |
| 18 | Cyprus | 84.52 | 89.17 | -4.65 | 43 | U.A.E. | 67.30 | 73.56 | -6.26 |
| 19 | New Zealand | 84.48 | 89.95 | -5.47 | 44 | Macedonia | 65.64 | 69.96 | -4.32 |
| 20 | Greece | 84.28 | 88.17 | -3.89 | 45 | Uruguay | 65.40 | 70.86 | -5.45 |
| 21 | Portugal | 82.97 | 88.24 | -5.27 | 46 | Slovakia | 65.10 | 70.54 | -5.44 |
| 22 | Ireland | 82.52 | 88.53 | -6.01 | 47 | Barbados | 64.14 | 68.55 | -4.41 |
| 23 | U.K. | 82.28 | 87.21 | -4.94 | 48 | Oman | 62.89 | 67.79 | -4.90 |
| 24 | S. Korea | 82.06 | 87.67 | -5.61 | 49 | Panama | 62.39 | 67.13 | -4.73 |
| 25 | Malta | 81.27 | 86.42 | -5.15 | 50 | Albania | 62.01 | 66.72 | -4.71 |

Sources: World Health Organization, United Nations Population Division, World Bank

Note: Health grade (D) = Health score (A) - Health risk penalties (B)

A. Health score metrics: 1. mortality by communicable, non-communicable diseases and injuries; 2. life expectancy at the defining age of birth, childhood, youth and retirement; 3. probability to survive neonatal, into young adulthood and retirement stages; B. Health risk penalties: 1. behavioral/endogenous factors such as high incidences of population with elevated level of blood pressure, blood glucose and cholesterol, prevalence of overweight, tobacco use, alcohol consumption, physical inactivity and childhood malnutrition, as well as mental health and basic vaccination coverage; 2. environmental/exogenous factors such as greenhouse gas emissions per capita and percentage of population with access to improved drinking water.

Most recent data used. Of the more than 200 countries and regions evaluated, 163 had enough data to be included in the final outcome; The top 50 are displayed.



L'Italia è il paese più sano del mondo! Fonte: World Health Organization.

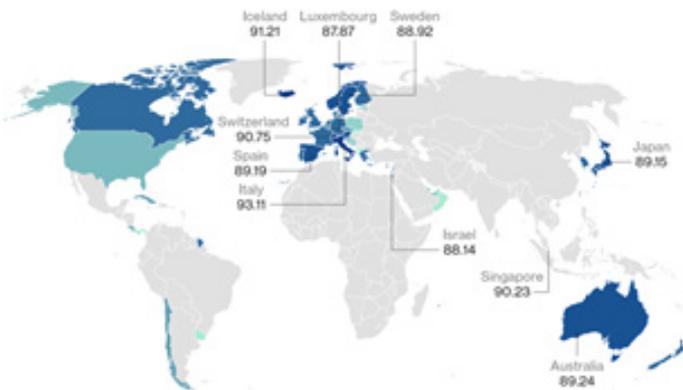
Assieme all'andamento rettangolare della piramide dell'età va presa in considerazione come variabile rilevante l'ottimo livello di salute degli italiani (per fortuna!). Questo fa sì che, in Italia, oggi come oggi, il più importante compito del consulente, se vuole proteggere il patrimonio che gli è stato affidato, consiste nel rimuovere gli ostacoli psicologici al passaggio generazionale e nell'allungare di conseguenza, gradatamente, l'orizzonte temporale.

Fifty Healthiest Countries

- Singapore and Cyprus are the only non-OECD countries to rank in top 20
- Israel is the highest ranked country in the Middle East, Chile in Latin America and Slovenia in Eastern Europe

Health index score

■ 62 - 66 ■ 66 - 70 ■ 70 - 74 ■ 74 - 78 ■ 78 - 82 ■ 82 - 86 ■ 86 - 90 ■ 90 - 94



Sources: World Health Organization, United Nations Population Division, World Bank



Paesi più "sani". Fonte: World Health Organization.

Vedremo nelle prossime lezioni che tale paradosso è aggravato dal fatto che gli stessi detentori, diventando sempre più vecchi, soprattutto se si tratta di signore, diventano anche sempre più prudenti nel senso che aumenta l'eventuale dolore provocato dalle perdite con l'aumentare dell'età (dolore che è, comunque a qualsiasi età, sempre maggiore della soddisfazione dei guadagni di pari entità).

I dati su quello che il Sole definisce "fisiologico trend su allocazioni difensive" sono riportati sul Sole24Ore del 9 maggio, p. 23.



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.