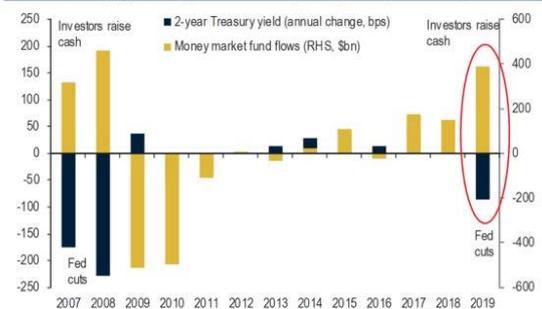


UN CAMBIO DI PARADIGMA: IL NUCLEO E I SATELLITI

Il risultato dell'incertezza generata sia dall'economia sia dall'andamento del coronavirus è la crescita continua dei soldi tenuti liquidi o investiti su fondi monetari: l'imperativo sembra essere quello di "non perdere".

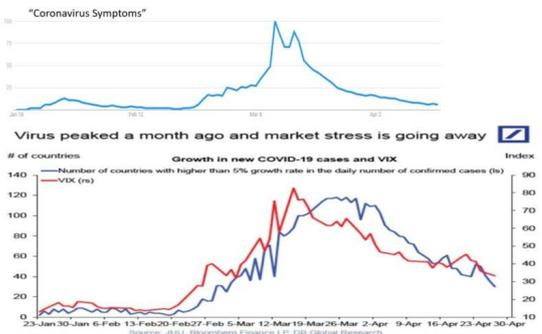
Chart 4: Flows surging into Money Market Funds despite falling rates...just like 2007/8



Source: BofAML Global Investment Strategy, EPFR Global, Bloomberg

Malgrado la riduzione dei rendimenti, oggi pressoché nulli, negli ultimi cinque anni e in particolare negli ultimi due anni, il flusso in entrata nei fondi monetari ha prevalso sulle uscite da quegli stessi fondi. Si noti che questo è avvenuto in concomitanza con una forte crescita di Nasdaq e S&P500. Fonte: Bloomberg modificata.

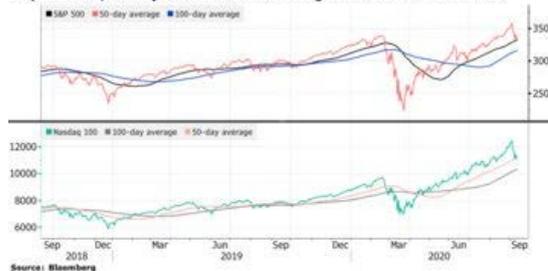
A fronte dell'incertezza e dell'attendismo, causati entrambi dai fattori sopra indicati, si può evidenziare l'ansietà dei mercati, misurata tramite il VIX, concomitante con la diffusione e la forza della pandemia. In questa prospettiva non conta tanto il calo degli utili del 2020 ma la prospettiva di ripresa del 2021.



Rapporto tra valore del VIX e andamento della pandemia. Fonte: Bloomberg modificata.

Dato che i tempi di realizzazione di farmaci e vaccini efficaci sono incerti, anche le previsioni in merito alla ripresa dei mercati azionari subiscono ampie oscillazioni. Non è però soltanto una questione dell'adozione di orizzonti temporali lunghi, come il "presente esteso", o meno lunghi. Agisce anche il timore di incorrere in perdite. Questo timore ha fatto sfuggire a molti la ripresa seguita al picco negativo di marzo 2020. Ancora una volta l'affiancamento a un buon consulente può essere di grande giovamento.

Staying Healthy Despite selloff, Nasdaq 100 and S&P 500 hold ground relative to trend lines



I recenti storni sono dei "mancati guadagni" e non delle perdite. Se estendiamo il presente fino a una finestra temporale di 50 e 100 giorni si vedono le tendenze e i vantaggi relativi. Durate di 50 e 100 giorni non sono poi periodi così lunghi. I tempi delle scelte e degli impegni importanti della vita delle persone coprono intervalli molto più estesi. Fonte: Bloomberg modificata.

Recentemente alcuni grandi esperti come Ken Fisher, presidente esecutivo della Fisher Investments, hanno fatto una riflessione fondata, anche se cinica: "i pregiudizi altrui possono essere di vantaggio" (Sole24 Ore, 13-9-20, p. 10). Il fondamento di quest'osservazione, che Fisher collega agli errori sistematici studiati dagli scienziati cognitivi, sta nel fatto che "vengono ignorati macroscopici fatti reali". Per esempio il contrasto tra paure fittizie e dati reali. Il reddito fisso è sicuro? Le azioni sono pericolose?



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

Ecco i rendimenti annui percentuali a 1/5/10 anni in euro (Plus24, 5-9-20, p. 3). Indice mondiale azioni MSCI senza dividendi reinvestiti: 8,13/7,73/9,22. Indice mondiale obbligazionario JP Morgan Global: -2,35/3,03/3,16. La differenza è così forte perché il rendimento delle azioni deve compensare la loro presunta maggiore pericolosità. Ecco perché il divario tra paura soggettiva e pericolo oggettivo è, con le parole di Ken Fisher, “un pregiudizio che può essere di vantaggio” per chi non ne è vittima. Ma, come ho già detto, questo è un ragionamento cinico, meschino e anche contro-produttore. Tutti starebbero meglio se il pregiudizio fosse minoritario, non solo chi ha capito che è un pregiudizio infondato e se ne avvantaggia a spese dell’ignoranza altrui.

Dotarsi di spirito di osservazione aiuta molto. Ad esempio guardiamo alla rilevanza acquisita dai settori della tecnologia e della salute, al peso che hanno nell’indice MSCI World, al contributo decisivo nella ripresa dei listini dei minimi di marzo. Non è poi così vera la narrazione del disallineamento tra economia reale e listini: le difficoltà di alcuni settori e società dovute ai lockdown e alla ridotta mobilità delle persone sono state puntualmente registrate nei prezzi di borsa, così come è stata premiata la centralità delle infrastrutture tecnologiche e l’importanza della ricerca farmaceutica.

La diversificazione, anche tra i diversi settori che compongono gli indici, resta la regola aurea del risparmiatore accorto.

Viviamo un tempo di profondo cambiamento. Si tratta di quello che forse potremmo definire come un punto di non-ritorno, cioè una trasformazione radicale dei modi di pensare consueti. Una volta preso atto di questo nuovo scenario irreversibile è difficile tornare a vedere le cose come in passato.

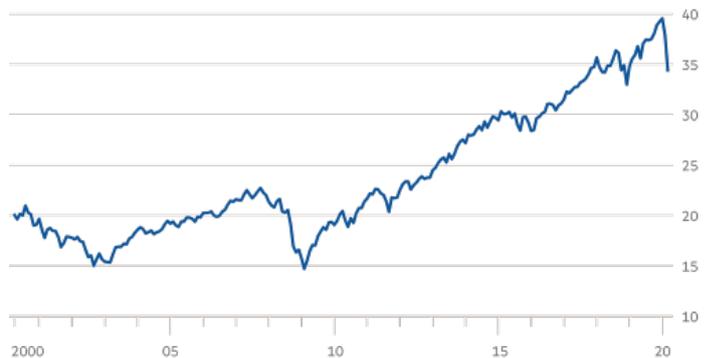
E’ noto che la diversificazione è stata il consueto metodo per proteggerci dall’incertezza. Quando abbiamo un criterio per calcolare i rischi facciamo un bilancio costi/benefici. Se siamo invece di fronte a incertezza, non riconducibile né traducibile in rischi calcolabili, non ci resta che la diversificazione. E’ semplice, ma solo in apparenza, perché a molti sfugge la differenza, e tanti non praticano la diversificazione nei modi corretti. La diversificazione è talvolta erroneamente intesa come incapacità di scegliere e non come controllo razionale dell’incertezza.

Per un investitore, nell’ultimo decennio, e anche su tempi molto più lunghi, un portafoglio composto per il 60% di azioni e per il 40% di reddito fisso aveva il vantaggio di ammortizzare i temporanei cali azionari e di fornire un flusso costante di rendimenti. L’incertezza, peraltro profittevole nel medio termine, del 60% azionario, era compensata, grazie al composto 60+40, dalla certezza dei rendimenti costanti del 40% di reddito fisso.

E tuttavia, ormai da molto tempo, le cose non stanno più così. Bisogna prenderne atto. Il 40%, alimentato da reddito fisso sicuro (altrimenti, se non è sicuro, dove sta la certezza che ci assicura la totale sicurezza?) non rende quasi più nulla. Inoltre, in occasione dei due ultimi cali delle borse (io preferisco chiamarli “periodi di mancati guadagni”), la funzione di cuscinetto del 40% di reddito fisso è stata deludente.

Classic 60-40 fund hit hard as bonds fail to buffer equity crash

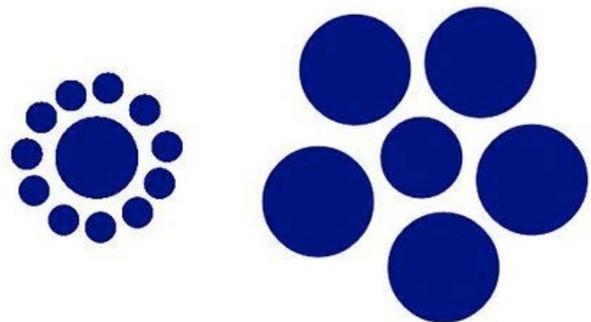
Vanguard Balanced Index Fund, net asset value (\$)



Source: Refinitiv © FT

Nel classico portafoglio composto dal 60% azionario e dal 40% obbligazionario, il reddito fisso, se sicuro, non garantisce più né una funzione di ammortizzatore né di costante e soddisfacente flusso di rendimenti. Fonte: Bloomberg modificata.

Com’è cambiato attualmente il mondo? Per cercare darne un’immagine visiva, userò l’illusione di Ebbinghaus.



Illusione di Ebbinghaus: i due cerchi centrali sono oggettivamente grandi uguali ma quello di sinistra appare più grande perché circondato da cerchi piccoli.

Nella figura vedete a sinistra un cerchio grande blu attorniato da tanti cerchi piccoli. Invece a destra vedete un cerchio piccolo attorniato da cinque cerchi più grandi. Se guardate la parte a sinistra della figura, nascondendo l’altra metà con un foglio, non c’è nessun problema. Capita lo stesso se guardate solo la parte di destra. Quando però osservate tutta la figura, nella sua totalità, come nel disegno qui riportato, allora il cerchio che è collocato in mezzo a quelli più piccoli appare di dimensioni maggiori del cerchio che è messo tra quelli più grandi.

Eppure i due cerchi sono delle stesse dimensioni. Basta misurarli con un righello! E' solo dal confronto che si coglie la differenza. La differenza è prodotta dal contesto, e cioè dalle dimensioni dei cerchi che circondano quello centrale. E' la natura dei satelliti che ruotano intorno al pianeta che ci fa apprezzare le dimensioni del pianeta e ne influenza la percezione.

Immaginate che il portafoglio di una persona sia come un pianeta: avete un nucleo centrale e poi delle scelte periferiche costituite da satelliti, meno grandi del nucleo centrale e volti ad aumentarne le prestazioni. Come comporre il nucleo centrale? Che cosa ci va messo dentro? E poi, da quali satelliti va attorniato? Anche in questo caso la grandezza apparente del nucleo dipende dalla grandezza dei satelliti. Ora le cose sono cambiate, proprio come nell'illusione di Ebbinghaus: se guardate i due nuclei e li confrontate uno appare più grande dell'altro.

Un tempo nel nucleo centrale era consigliabile collocare il 40% di reddito fisso in modo da assicurare un flusso di reddito costante e la funzione di ammortizzatore. Inoltre andavano messi i principali mercati azionari del mondo in proporzione alla forza espressa dalle economie rappresentate da quei mercati azionari. Le scelte satellitari, invece, erano destinate ai vari comparti specializzati: tecnologia, healthcare, e così via. Se i settori della tecnologia e dell'healthcare rappresentano oltre il 40% dell'indice Msci World, allora si possono prendere in considerazione le seguenti opzioni:

- spostare questo 40% nel nucleo centrale, alla luce del fatto che lo stesso S&P500 sarebbe stato negativo senza queste componenti di cui si alimenterà per lungo tempo;
- ridurre drasticamente il 40% dedicato al reddito fisso e sostituirlo con healthcare e tecnologici;
- usare i satelliti per coprire con gli indici i mercati usa, europei e quelli emergenti;
- ricorrere inoltre ai satelliti per alcune scelte opportunistiche di breve durata (benché questa opzione non sia per me consigliabile, da taluni è praticata per diletto).

Riprenderemo quest'analisi nella prossima lezione.

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



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.