

L'ALPHA E IL BETA

“Greatest Hits” - I numeri più letti della Newsletter L'Alpha e il Beta, di Carlo Benetti

Nel suo romanzo “La Tempesta”, Emilio Tadini esalta il potere e la forza della narrazione tirando in ballo niente meno che l'Onnipotente:

“Io credo che Dio abbia creato gli uomini perché lui adora i racconti. Che cosa se ne farebbe, siamo sinceri, delle formule di un fisico, ma anche dei discorsi di un professore che venisse a parlargli dell'ente o addirittura dell'essere? Ma se qualcuno gli si alzasse davanti dall'abisso della propria miseria e incominciasse a dire con un filo di voce: <<C'era una volta>>, io credo che persino lui, l'Onnipotente, si metterebbe comodo e si disporrebbe ad ascoltare”.

In questi giorni celebriamo l'ottavo compleanno de “l'Alpha e il Beta”, un appuntamento settimanale sui mercati, sulla politica e sul mondo curato da Carlo Benetti. Un film sull'evoluzione del contesto macroeconomico e geopolitico (e quanti accadimenti si sono succeduti in questi otto anni!) impressionato su quasi 400 fotogrammi.

Qualcuno potrà non trovarci nulla di straordinario. In fondo quasi ogni Asset Manager si avvale del lavoro di un macroeconomista che studia e produce pagine di grafici, tabelle e analisi.

Carlo e il suo Alpha e il Beta sono, però, qualcosa di diverso e mi sento di affermarlo con una punta di orgoglio. Quando otto anni fa è nata questa iniziativa, ci siamo messi nei vostri panni; nelle vesti di coloro, cioè, la cui massima esigenza è fornire un buon servizio al cliente, non di chiudersi in una stanza a elaborare le decine di report di cui noi asset manager siamo così generosi.

Volevamo qualcosa che fosse “pret-a-porter”, che fosse immediatamente utilizzabile con i clienti, evitando quella noiosa e a tratti difficile opera di traduzione/semplificazione dal linguaggio tecnico a quello quotidiano dei risparmiatori.

Volevamo anche qualcosa che fosse di gradevole lettura ... Siamo convinti che il miglior cliente sia il cliente informato. Un approccio anche educativo era per noi imprescindibile. Una lettura gradevole – tendenzialmente poco tecnica, quindi – ha, secondo noi, maggiori probabilità di essere letta e, conseguentemente, maggiori probabilità di trasferire con successo i concetti che intendiamo esprimere.

Il numero dei “click” e di download e, soprattutto, i vostri continui apprezzamenti ci hanno convinti di essere riusciti nel nostro intento. Carlo ha trasformato l'esposizione tecnica e algida del macroeconomista in un più coinvolgente “C'era una volta”...

Molti di voi, al pari dell'Onnipotente di Tadini, si sono messi comodi e disposti ad “ascoltare”. Di questo andiamo molto fieri e a voi e alla vostra fiducia va il nostro più caloroso ringraziamento.

Molte delle newsletter settimanali di Carlo hanno una valenza che dipende dal contesto. Altre, invece, hanno una rilevanza più duratura nel tempo, degli “ever-green” che danno al lettore valore e spunti di riflessione a prescindere dal contesto di mercato. Abbiamo così deciso di raccogliere in questo e-book alcuni fra i contributi di Carlo accomunati da due caratteristiche: fossero adatti in ogni contesto di mercato e avessero raccolto un particolare apprezzamento da parte vostra nel momento della loro pubblicazione.

Ogni vostra considerazione, che ci giungerà gradita, ci permetterà di offrirvi contenuti sempre all'altezza delle vostre aspettative. Buona lettura!

INDICE

Art	Titolo	P.
1	02/12/19 Il tacchino induttivista	3
2	25/11/19 November Rain	6
3	04/11/19 Novant'anni dopo	9
4	28/10/19 La solitudine dei banchieri centrali	12
5	14/10/19 Passivamente attivi	14
6	16/09/19 Fu crisi di fiducia	18
7	26/08/19 Pensaci due volte	21
8	08/07/19 Il campanile di Marcellinara	24
9	10/06/19 Anniversari	27
10	03/06/19 Del tempo dei confini	30
11	29/04/19 L'oro della Banca d'Italia	33
12	18/03/19 Il motore della performance	36
13	04/03/19 Tre storie semplici	39
14	18/02/19 Come si cambia	42
15	11/02/19 La funzione sociale della consulenza	45
16	04/02/19 Pensiero Laterale	48
17	21/01/19 Il tempo è tuo amico	51
18	07/01/19 Plus ça change	54
19	17/12/18 Storia di un sogno	58
20	10/12/18 L'Europa irrilevante	61
21	26/11/18 Prevedibilmente irrazionali	64
22	12/11/18 La trappola di Tucidide	67
23	05/11/18 Ottobre mese pericoloso	70
24	01/10/18 Anche il genio è un uomo	73
25	17/09/18 Ten years on	76
26	27/08/18 Il lungo termine	79
27	30/07/18 Conosci te stesso	82
28	09/07/18 Sei personaggi in cerca d'autore	85
29	02/07/18 Anni Trenta	88
30	18/06/18 Ricordando Franco Modigliani	91
31	04/06/18 L'anello debole	94
32	28/05/18 Il volto su Marte	97
33	22/05/18 Demitizziamo Warren Buffet	101
34	07/05/18 Dietro la guerra dei dazi	104
35	09/04/18 A metà della scacchiera	107
36	26/03/18 Oltre l'alpha e il beta	110
37	19/03/18 Il futuro incollato al presente	113
38	05/03/18 L'anno del cane	116
39	26/02/18 Un diamante è per sempre	119
40	19/02/18 Vecchie e nuove narrazioni	122
41	05/02/18 C'è oro nel Klondike	125
42	22/01/18 Un tovagliolo di carta	128
43	16/01/18 Non si comanda al mare	131
44	08/01/18 L'ottagono del 2018	134
45	17/12/17 Merry Christmas	138
46	27/11/17 Portafogli vittoriani	141
47	20/11/17 La corsa dei mercati emergenti	144
48	06/11/17 Quando il lungo termine non basta	147
49	23/10/17 Regole e caso	150
50	18/09/17 La saggezza delle folle	153
51	11/09/17 Chi non osa afferrare la spina	156
52	28/08/17 Semplice non semplicistico	159
53	17/07/17 Il nuovo petrolio	162
54	24/04/17 Cinque anni e briscola di Alpha e Beta	164
55	10/04/17 Un ottimo caffè	167
56	06/02/17 Friends, Trump e Spence	170
57	19/12/16 Regali di Natale	173
58	21/11/16 Ricordare Milton Friedman	176
59	26/09/16 Investitori Chimbu, Investitori Daribi	179
60	18/07/16 My city of ruins	182
61	30/05/16 Questa frase è falsa	185
62	16/05/16 What Investors Want	188
63	09/05/16 L'invenzione della leva	191
64	28/03/16 Una partita a golf	194
65	30/11/15 Einstein e Bozzi maestri di pensiero	197
66	16/11/15 We'll laugh again	200
67	12/10/15 Sacro Graal del rendimento perenne	203
68	07/09/15 Tre regole d'oro per l'investitore	207
69	03/08/15 Breve storia ragionata della gestione attiva	210
70	27/07/15 Tiffany d'antan	214
71	29/06/15 Phising for Phools	218

IL TACCHINO INDUTTIVISTA

Il Giorno del Ringraziamento è una buona occasione per ricordare il tacchino induttivista di Bertrand Russell, che immagina il futuro sulla base dell'esperienza del passato. Un errore nel quale possono cadere anche i risparmiatori.

Dall'inizio della Storia americana si celebra, a fine novembre, il Giorno del Ringraziamento. Nel 1621 i coloni inglesi sbarcati dal Mayflower celebrarono il primo Thanksgiving, lontanissimi dall'idea di stabilire una festa nazionale, era solo un pranzo per festeggiare la fine della stagione del raccolto e la pace con i nativi americani della tribù dei Wampanoag.

La festa nazionale venne istituita più tardi, alimentata dalla tradizione religiosa puritana, che però prescriveva un'intera giornata di preghiera, senza pranzi e bagordi, e dalla festa di ringraziamento decretata da re William e la regina Mary per celebrare la vittoria sui francesi nel 1691.

Fu Abraham Lincoln a istituire ufficialmente la festa nazionale del Ringraziamento nel 1863, da celebrare il quarto giovedì di novembre. E anche se non c'è nessuna evidenza storica che in quel primo pranzo dei Pellegrini nell'ottobre 1621 ci fosse in tavola del tacchino, per le famiglie americane la festa del Ringraziamento vuol dire tacchino farcito.

La National Turkey Federation stima che nella ricorrenza del Thanksgiving le famiglie americane consumino tra i 44 e i 46 milioni di tacchini, più del doppio di quanti vengano consumati nelle feste di Natale e Pasqua. Il tacchino è per la festa, ma la festa non è per il tacchino!



Jennie Augusta Browncombe, "The first Thanksgiving at Plymouth", 1914 (Pilgrim Hall Museum, Plymouth)

Doveva pensare qualcosa del genere Bertrand Russell quando per dimostrare la fallacia del ragionamento induttivista portò l'esempio del tacchino amorevolmente accudito. In realtà, la prima formulazione Russell aveva come esempio un pollo ma la storiella è diventata popolare con protagonista un tacchino esperto di logica.

Il tacchino di Russell basa la sua visione del mondo sulla logica induttivista, immagina cioè il futuro sulla base dell'esperienza del passato.



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



Nel suo allevamento, il tacchino nota che tutte le mattine alle 9:00 gli viene portato del cibo. Poiché è un tacchino esercitato alla logica, sa di non dover saltare alle conclusioni sulla base di poche osservazioni. Però il tempo passa, tutte le mattine alle 9:00 il rito si ripete, qualcuno gli porta del cibo. Le rilevazioni si fanno via via sempre più robuste. Che piova o nevischi, che faccia caldo o freddo, che sia giorno festivo o di lavoro, alle 9:00 il tacchino riceve il suo pasto. L'animale si abitua alla confortevole situazione, le osservazioni sono sufficienti per rinforzare la sua fiducia e la sicurezza sul fatto che verrà amorevolmente accudito. Formula dunque la regola generale che "tutte le mattine alle 9:00 il cibo arriva".

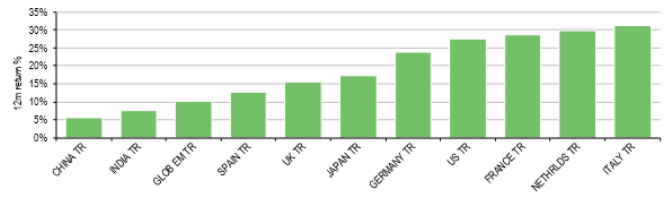
Finché arriva il Giorno del Ringraziamento ed è il tacchino a trasformarsi in cibo. La sua legge universale è bruscamente (e tragicamente, dal suo punto di vista) smentita.

Non ha importanza quante siano le osservazioni rilevate, nel metodo induttivo, che deriva una legge universale dall'osservazione dei singoli casi, non c'è alcuna garanzia che un evento imprevisto non cambi radicalmente le conclusioni. La legge universale "tutti i cigni sono bianchi" era ritenuta incontrovertibile finché, nel 1697, i primi esploratori dell'Australia occidentale trovarono dei cigni neri. La "rara avis" di cui scriveva Giovenale, l'animale impossibile al quale nessuno credeva, credendo magari all'esistenza degli unicorni, esiste davvero.

Bertrand Russell, Karl Popper e, in ultimo, Nassim Taleb con i suoi fortunati libri, hanno dimostrato la fallacia, anzi la pericolosità, di immaginare il futuro sulla base dell'esperienza passata. L'atteggiamento induttivista è una illusione cognitiva indispensabile nella vita quotidiana, se mettessimo costantemente in dubbio le abituali regolarità della nostra vita sarebbe il caos, ma le scorciatoie mentali così utili nella vita quotidiana, il professor Paolo Legrenzi lo ricorda spesso, diventano estremamente insidiose quando si tratta di gestione dei risparmi.

Pensare che il passato contenga tutte le informazioni utili per il futuro vuol dire aumentare il rischio di fare la fine del tacchino induttivista. Per molto tempo i risparmiatori italiani hanno fatto affidamento sulla sicurezza degli immobili, dei titoli di stato o dei buoni postali, che ancora oggi costituiscono la parte preponderante della ricchezza delle famiglie. Ma è arrivato per tutti il Thanksgiving Day, le antiche certezze sono state frantumate dall'irruenza del cambiamento.

Il 2019 ha sorpreso tutti, l'inversione a U delle banche centrali e il sollievo per la recessione evitata hanno riportato ottimismo sui mercati, la borsa americana ha toccato i massimi storici, le borse europee sono sui massimi degli ultimi cinque anni, è ragionevole immaginare che il buon umore ritrovato prosegua ancora per un po' di tempo.



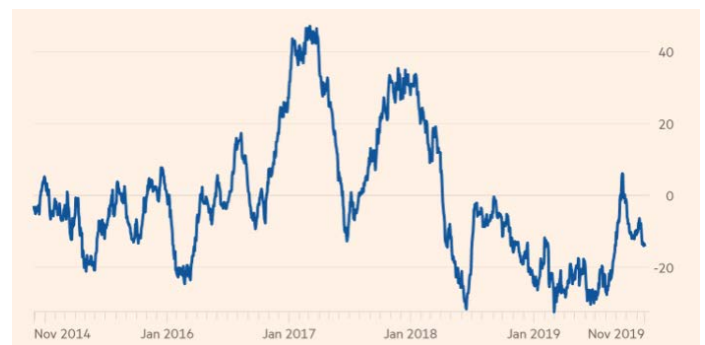
I rendimenti dei mercati azionari nel 2019. Fonte: Edison Group, Refinitiv, dati al 26 novembre in valute locali.

Il sentiment dei mercati resta positivo, le borse sono rimaste in gran spolvero anche in novembre, scontano il buon esito dei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina e il proseguimento dell'attività economica almeno nella prima parte del 2020, a dispetto dell'incertezza che ha già lasciato il segno sul commercio internazionale, negli investimenti in beni durevoli e nel rallentamento del manifatturiero.

Come annota la nostra newsletter "La Musa dei mercati" di venerdì scorso, il buon umore ritrovato ha accelerato il recupero dell'esposizione azionaria alleggerita nei mesi estivi, un fattore tecnico che ha dato origine a flussi "che in poche settimane hanno portato i mercati in un'area di 'euforia'".

Il motore aristotelico di tutto, il primum movens, sono le banche centrali o, meglio, le aspettative che la loro stance accomodante proseguirà ancora nel prossimo futuro. Sull'altro piatto della bilancia abbiamo le obbligazioni, a fine agosto erano diciassette trilioni di dollari i titoli dal rendimento negativo, effetto perverso della medesima politica monetaria che spinge, e sostiene, i listini azionari. Il vero problema dei portafogli bilanciati è che azioni e obbligazioni non presentano più la tradizionale correlazione inversa, da inizio anno le azioni americane sono cresciute del 28% ma anche i Treasury hanno fatto la loro parte con guadagni di quasi il 19%: se il gioco dovesse cambiare, resterebbero pochi posti dove nascondersi, su entrambe le classi di attivo la discesa sarebbe drammatica.

L'abbraccio delle banche centrali continuerà anche nel 2020, la prospettiva del miglioramento delle condizioni economiche generali orienta al bello il barometro del sentiment, le aspettative restano positive, si riducono i premi al rischio e salgono i prezzi delle attività più rischiose.



Citi Economic Surprise Index. Fonte: FT, Refinitiv.



Ma l'abbraccio delle banche centrali assomiglia alle cure amorevoli prestate al tacchino di Russell che ogni mattina alle 9:00 riceve puntuale il cibo. L'esperienza del passato tende a far trascurare i segnali di pericolo, l'iper-comprato dei listini e la volatilità implicita che sembra incurante della possibilità di intoppi nei rapporti Stati Uniti Cina, dell'evoluzione dell'impeachment a Washington o di una qualsiasi sorpresa sul fronte dell'attività economica.

Mark Twain diceva che "non può piovere sempre e non può piovere ovunque", un portafoglio ben diversificato è sempre il più adatto a resistere nel tempo alle sollecitazioni della volatilità.

Le valutazioni europee sono più a buon mercato rispetto a quelle americane, quelle asiatiche e cinesi migliori di quelle europee. L'urbanizzazione dei paesi asiatici, e della Cina in particolare, è un tema di lungo termine che dovrebbe riguardare tutti i portafogli, anche quelli orientati alla prudenza, un fenomeno strettamente collegato alla crescita dell'economia e della produttività. I temi di lungo termine, quali ad esempio il lusso o la salute, sono altrettante leve per migliorare la diversificazione e i profili di rischio.

I risparmiatori non possono più permettersi di fare affidamento sulla loro passata esperienza, migliaia di cigni bianchi non hanno evitato la scoperta dell'esistenza del cigno nero, le certezze consolidate nella pratica non sono più garanzia di successo

Il campione di baseball Yogi Berra diceva che "in teoria non dovrebbe esserci nessuna differenza tra teoria e pratica ma in pratica c'è". Con un linguaggio un po' più formale Sir Karl Popper dice la stessa cosa, "la pratica non è il nemico della conoscenza teorica ma il suo più valido incentivo". Stabilire la verità scientifica basandosi solo sull'esperienza pratica è fallace, per il filosofo tedesco la teoria viene validata e confermata dal principio falsificazionista, molteplici osservazioni non sono sufficienti a validare una regola universale.

Popper riprende il concetto del tacchino di Russell e afferma che è proprio l'esperienza a poter falsificare una teoria, per lo scienziato che cerca regole universali "è importante restare in contatto con la realtà, con la pratica, perché coloro che la trascurano ne pagano il fio cadendo nello scolasticismo".

In definitiva, parafrasando Russell e Popper, approcciare il portafoglio con atteggiamento pragmatico è meglio che farlo con un approccio dogmatico, il pragmatismo che si adatta è meglio del dogmatismo del principio di autorità.

Nel dodicesimo capitolo della Teoria Generale, Keynes parla degli "slanci vitali" che animano il progresso economico ma, annota Keynes, gli "animal spirits" non seguono le regole dell'economia, non sono né razionali né prevedibili. Keynes, che nei primi investimenti nelle valute aveva fatto disastri perdendo denaro suo e degli amici, imparò a essere pragmatico e cambiò radicalmente, con successo, il modo di porsi nei confronti dei mercati finanziari.

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.



NOVEMBER RAIN

Anche quando si tratta di investimenti spesso il buon senso è sovrastato dall'impazienza del senso comune, eppure le regole dell'investimento sono sempre le medesime, non cambiano con le fasi dei mercati.

“Il buon senso c'era ma se ne stava nascosto per paura del senso comune”.

Modernissimo Manzoni, passano i secoli ma la frase non riesce a farsi dimenticare. Siamo dalle parti del capitolo XXXII, nelle pagine dedicate alla peste che afflisse Milano nel 1630, il contagio del morbo e quello non meno letale delle paure collettive, della caccia agli untori e dei processi sommari che culminarono nell'episodio drammatico della “Colonna infame”.

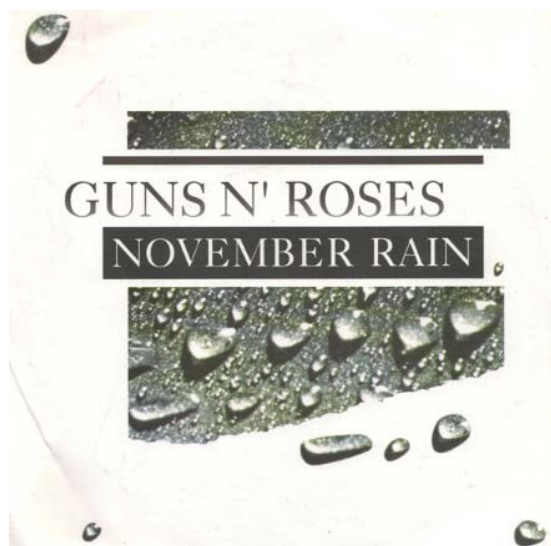
Per noi lettori, uomini e donne del XXI secolo, i monatti e gli untori sono dimenticati nelle pagine di libri impolverati ma, a distanza di secoli, la contagiosa incongruenza del senso comune continua a imperversare. Ecco la modernità di Alessandro Manzoni: il buon senso seguita a essere travolto dalle onde di irrazionalità che nello scorrere dei secoli si ripetono identiche a se stesse, il grottesco fa strame con equanime noncuranza delle leggi dell'economia come delle cure mediche contro il cancro.

Il buon senso, quello che per un poeta inglese del XVIII secolo “sa distinguere le pere dalle mele”, tutela dalle pretese dogmatiche, diffida del linguaggio involuto e non tiene conto del senso comune. Il buon senso del bambino di Andersen si fa beffe del senso comune degli adulti e grida che l'imperatore è senza vestiti. Per Enzensberger, quel bambino “evidenzia ogni alterigia e fa sgonfiare chi è gonfiato”. Il buon senso reagisce al senso comune chiedendosi, ad esempio, se l'Italia vuole continuare a produrre acciaio o se la riforma del Meccanismo Europeo Salvastati è davvero così dannosa per l'Italia. “Ci fanno passare da stupidi” diceva una signora di Arezzo nel 2015, vittima di una delle banche entrate in difficoltà, “ignoranti sì, perché io ho un negozio di alimentari e non sono un'economista, ma stupida no, siamo solo onesti e ci siamo fidati che lo fossero anche loro”. Paolo Legrenzi, nel suo “L'economia della mente” (2016), commenta che “l'osservazione è sostanzialmente corretta, la conclusione purtroppo amara”.

Sono veri e propri manuali di buon senso anche i nuovi libri di Debora Rosciani e Mauro Meazza “Risparmiare è facile” e “Che ne ho fatto dei miei soldi” di Marco lo Conte. Nelle scelte di investimento troppo spesso il buon senso, che diffida dei rendimenti sibaritici, se ne sta nascosto per paura del senso comune che sembra avere la meglio sulla maggioranza delle persone.

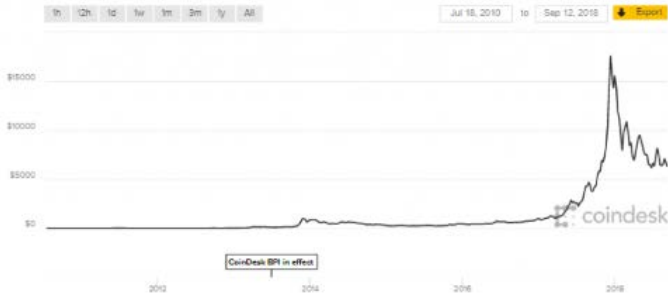


Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

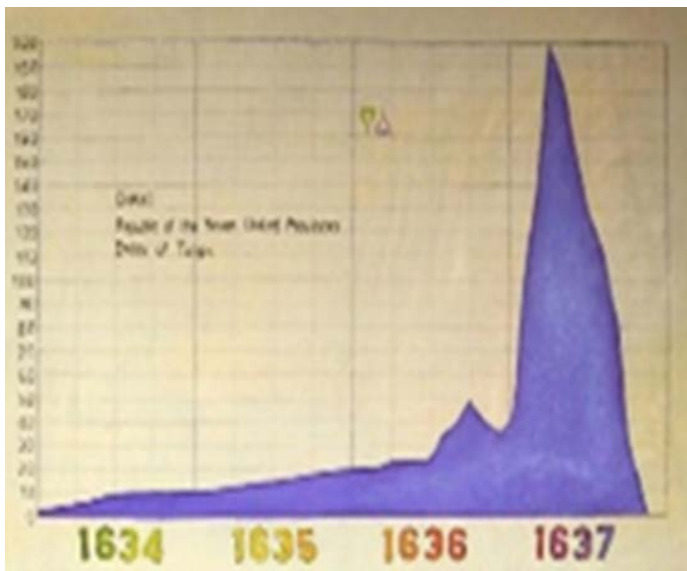


Il disco del 1991 dei Guns N' Roses

Un bulbo di tulipano è decisamente molto diverso da una cripto- valuta e l'Amsterdam del XVII secolo è lontanissima, eppure la febbre per i bitcoin non è stata molto diversa dalla "Tulipmania" che ammorbò l'Olanda qualche secolo fa.



Prezzo del bitcoin. Fonte, www.rmbgroup.com.



Il prezzo dei bulbi di tulipani (da una stampa dell'epoca)

“E' difficile portare una candela nella fredda pioggia di novembre” cantano i Guns N' Roses, è difficile orientarsi nell'inverno della fase espansiva più lunga della storia. Tra le due sponde del Pacifico soffia il vento della distensione, il mercato del lavoro negli Stati Uniti e un tiepido ritorno di ottimismo sulle prospettive economiche mettono altro vento nelle vele della nave: la borsa americana testa nuovi massimi, i rendimenti obbligazionari sono in cauta risalita e così anche il prezzo del rame, termometro della salute industriale del pianeta. Gli investitori tornano a esplorare le parti più rischiose dello spettro degli investimenti, ciclici, credito e mercati emergenti sono tornati sugli scudi.



L'ultimo libro di Debora Rosciani e Mauro Meazza (Edizioni Il Sole 24 Ore, 2019)

Il buon senso si interroga sulla sostenibilità della crescita di utili nel prossimo futuro tenendo conto che le buone notizie sono già tutte nei prezzi. Nella colonna delle cose positive l'ottimista vede il recupero dell'economia globale, le principali questioni geo politiche orientate nella direzione giusta, la Federal Reserve accomodante con l'economia, i mercati e, perché no, con la Casa Bianca. La diminuzione degli investimenti in beni strumentali (capex) sembra aver toccato il minimo nel terzo trimestre dell'anno.

D'altro canto, nella colonna degli elementi negativi si devono annotare la vicinanza dell'economia americana alla piena capacità, l'incertezza sull'esito delle primarie del partito Democratico e sulle elezioni di novembre, l'enfasi posta dal governo cinese sul deleveraging della propria economia.

La fiducia nelle proprie capacità è un atteggiamento psicologico positivo, la visione ottimistica delle cose è il presupposto del progresso, l'investimento in qualsiasi attività, reale o finanziaria, presuppone una certa dose di ottimismo. Ma il suo eccesso, d'altro canto, può rivelarsi insidioso perché tende a sovrastimare i rendimenti attesi e sottostimare i rischi. Nonostante sia un vecchio cliché, resta vero il fatto che la marea della liquidità fornita dalle banche centrali continuerà a far salire tutte le barche ma l'effetto sarà che gli investitori continueranno a prendere più rischi, la marea farà salire i prezzi, sempre meno ancorati alle valutazioni.





Lo S&P 500 e l'indice della volatilità. Fonte: FT, Refinitiv.



L'ultimo libro di Marco Iacono
(Edizioni Il Sole 24 Ore, 2019)

Mentre la borsa americana sale “la scala verso il cielo”, per dirla con i Led Zeppelin, crolla la volatilità implicita, grazie al supporto della Fed e al rendimento del Treasury. Dall'altra parte abbiamo le obbligazioni, ostaggio dei tassi negativi e di politiche monetarie sempre meno efficaci.

Tentare di prevedere il futuro è inutile, meglio accettare l'incertezza preparandosi agli imprevisti. Da una parte abbiamo uno scenario che continua a essere positivo al risk-taking, dall'altra valutazioni sempre meno legate ai loro fondamentali che, sappiamo dall'esperienza, il principio del ritorno alla media riporterà in futuro a valori più contenuti. Se il principio del ritorno alla media è ineluttabile, nulla si può azzardare sui tempi.

Non c'è da inventare niente, le regole dell'investire non cambiano con il cambiare delle fasi di mercato e sono sempre le medesime: la diversificazione che aiuta a gestire i rischi, il lungo termine che alimenta la meraviglia dell'interesse composto, la consulenza che indirizza la pianificazione. George Bernard Shaw diceva che l'ottimista inventa l'aereo, il pessimista il paracadute: i testi di Paolo Legrenzi, Debora Rosciani, Mauro Meazza, Marco Iacono sono preziosi strumenti per avviare i risparmiatori a essere un po' fratelli Wright e un po' Leonardo, nella costante ricerca dell'equilibrio tra l'indispensabile ottimismo e la necessaria cautela. Se il buon senso è paziente, è impaziente il senso comune che ignora le regole basilari e anzi le irride per la loro semplicità, preferisce approcci più rischiosi dalle promesse di risultati migliori e più rapidi.

November rain è un brano malinconico, evoca tristezza e lacrime (l'assolo di chitarra è uno dei più lunghi e belli nella storia del rock) ma la pioggia di novembre è anche purificazione, promessa di rigenerazione, la vita che riprende il suo ritmo regolare anche in seguito alle situazioni più dolorose.

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.



NOVANT'ANNI DOPO

Sono ben poche le analogie con il Grande Crollo del 1929, ma il Diario tenuto in quegli anni da un avvocato di New York stabilisce un ponte che collega la nostra condizione a quella di novant'anni fa.

Esattamente novant'anni fa, in questi stessi giorni, si consumavano le settimane più drammatiche nella storia economica del Novecento.

La borsa di New York, dopo le prime massicce vendite di giovedì 24 e la giornata di panico di lunedì 28, collassò completamente martedì 29 ottobre 1929 e in capo a due settimane avrebbe perso un terzo del suo valore.

Il crollo dell'ottobre 1929 è diventato l'iconico inizio della Grande Depressione ma non ne fu la causa. Fu piuttosto il detonatore che fece esplodere le contraddizioni e le sregolatezze accumulate nel decennio dei "Roaring Twenties", dell'impetuosa crescita dei ruggenti anni Venti.

La Grande Depressione fu l'esito perverso delle misure prese nei mesi successivi: diffusione del mercantilismo e del protezionismo, competizione valutaria tra i paesi che via via abbandonarono il gold standard, in ultimo il collasso del sistema finanziario. Molte banche fallirono su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Europa fu particolarmente dannoso il fallimento, nel maggio 1931, della banca viennese Credit-Anstalt. Il crollo della banca fondata nel 1855 dalla famiglia Rothschild diede il via a un perverso effetto domino in tutto il Vecchio Continente.

Negli Stati Uniti, a fronte di una disoccupazione al 20% e una catastrofe economica senza precedenti, il segretario al tesoro Andrew Mellon esortava il presidente Hoover a non utilizzare in nessun caso denaro pubblico. Mellon era convinto che le crisi fossero dolorose ma necessarie, l'occasione propizia per spazzare via le inefficienze del sistema.

Mellon meriterebbe il premio del consiglio finanziario più sconclusionato della storia: "liquidate il lavoro, liquidate le scorte, liquidate i contadini, liquidate gli immobili; tutto ciò farà spurgare quanto c'è di marcio nel sistema, la gente vivrà con più moralità e le persone intraprendenti raccoglieranno i cocci prodotti da quelli meno competenti". In pratica, il manifesto di quanto non andava fatto e di ciò che non andrebbe mai fatto in caso di bruschi shock all'economia.

Nel 1931 un avvocato newyorkese cominciò a tenere un diario della crisi. Benjamin Roth sentiva di vivere tempi straordinari, che il crollo di due anni prima era qualcosa di più e di diverso da un ordinario, per quanto drammatico, episodio di borsa. "The Great Depression: a Diary" è la cronaca quasi quotidiana delle notizie, delle cangianti sensazioni del mercato, dei pareri degli esperti e delle decisioni finanziarie degli amici che Roth diligentemente annotava.

E' una lettura istruttiva perché l'avvocato trentottenne scriveva i fatti via via che si sviluppavano davanti ai suoi occhi, del tutto privo del contesto e della narrazione storica che invece abbiamo noi.



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



In prima pagina anche il tentato assassinio del principe ereditario italiano Umberto, il 24 ottobre 1929



Nei primi anni Trenta, racconta Roth, si era diffusa la sensazione che il peggio fosse ormai alle spalle, che le cose stessero rimettendosi a posto. Gli esperti di borsa ritenevano che fosse il momento di rientrare e consigliavano di tornare a comprare. Roth non scrive mai delle sue scelte finanziarie, racconta però dei suoi amici: molti seguirono il parere degli esperti, tornarono a investire in borsa e tornarono a perdere di nuovo ingenti somme di denaro.

Fu verso la fine del 1936 che l'economia americana cominciò a mostrare convincenti segnali di recupero.

La Grande Crisi sembrava davvero al termine, la disoccupazione era diminuita, la produzione industriale e la borsa erano in ripresa. Il 2 gennaio 1937 Roth annota "possiamo ufficialmente annunciare che la depressione del 1929 è finita".



Tecniche di vendita aggressive nel mercato immobiliare negli anni precedenti la crisi. Fonte: army.arch/Flickr

Ne erano talmente convinti anche alla Federal Reserve e al Ministero del Tesoro che decisero di sospendere gli aiuti al sistema. Si rivelò una mossa incauta, una cattiva valutazione di tempismo, nel 1938 le cose tornarono a precipitare e il Dow Jones perse metà del suo valore.

Anche l'avvocato dovette prendere atto del cambiamento di clima, "negli ultimi mesi non ho più scritto nulla perché le cose sembravano tornate alla normalità" scrive il 12 ottobre del 1937 "ma circa sei settimane fa il mercato azionario ha avuto una brutta rottura e da allora è andato costantemente in giù, quasi senza interruzioni".

E' interessante riflettere sui due diversi piani temporali, il nostro e quello dell'autore, sulle differenze e le analogie tra allora e oggi, su quanto sia semplice per noi giudicare e interpretare quanto accadde allora, quanto sia complicato decidere cosa fare oggi per il prossimo futuro.

Ciò che ci accomuna all'avvocato Benjamin Roth è il fatto di trovarci noi, oggi, nelle stesse condizioni in cui si trovava lui novant'anni fa. Come lui non conosciamo le risposte alle domande che ci facciamo, siamo orbi del futuro, come lui privi dell'ancoraggio a una narrazione. E anche l'attuale preferenza per le azioni non ha nulla a che vedere con l'entusiasmo febbrile della fine degli anni Venti, è una scelta quasi necessitata dai rendimenti negativi e dall'atteggiamento delle banche centrali.

Il lavoro dell'investitore si sviluppa sul duplice piano dell'oggettività del portafoglio e della soggettività dei comportamenti.

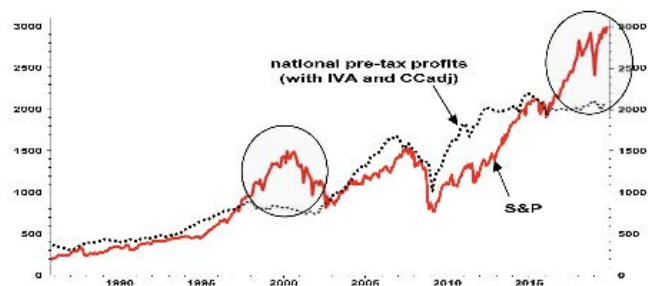
Ciò che davvero non cambia mai, la vera invariante dell'attività di investimento, è l'animo umano, la forza delle emozioni che condiziona comportamenti che si ripetono uguali a se stessi, negli anni Trenta del secolo scorso, ad Amsterdam nella prima metà del secolo XVII, a Londra quasi un secolo dopo.

Lavorare sulla soggettività dei comportamenti significa adottare alcune regole (parte facile) e restarvi fedeli (parte difficile).

E' facile ripromettersi di seguire una dieta, più difficile restarvi fedeli se si apre troppo spesso il frigorifero. Allo stesso modo, è più semplice confermare le scelte allocative di lungo termine se si resiste alla tentazione di controllare troppo spesso la performance, soprattutto nei momenti di mercato negativi.

Il rischio che si presenta oggi, con indici prossimi ai massimi e di molto sopra le valutazioni fondamentali, non è il crollo del 90% come accadde nei tre anni successivi all'ottobre 1929, ma la diffusa sottovalutazione delle probabilità che possa verificarsi un brusco calo.

Minimizzare le probabilità di perdere ingenti somme di denaro, accumulare rischio nel portafoglio solo perché "non ci sono alternative", significa porre le premesse di reazioni altrettanto eccessive alle prime avvisaglie di rovesci.



Albert Edward, di SG, mette in guardia dallo scostamento dei prezzi rispetto alle valutazioni. Fonte: Datastream, MarketWatch



Nella fase tarda di un ciclo positivo così lungo, l'eccesso di fiducia nel mercato o nelle proprie capacità porta a uno strabismo dell'attenzione, ci si concentra più sul tempo presente che sulla possibilità di cambiamenti nel futuro.

Lavorare sull'oggettività del portafoglio significa invece lavorare sulla sua diversificazione. Un portafoglio diversificato in aree geografiche, settori, strumenti di investimento, stili e strategie di gestione è sufficientemente temprato per resistere alle fasi di negatività e alla "incertezza radicale" di cui parla Mervin King, l'ex governatore della Banca d'Inghilterra.

La diversificazione "spaziale", cioè tra aree geografiche e classi di attivo, è un concetto ampiamente acquisito, almeno tra i risparmiatori evoluti e seguiti da consulenza professionale.

Fa più fatica ad affermarsi il concetto di diversificazione nel tempo. Le fasi di correzione durano meno rispetto alle fasi di accumulo, ma quando ci si trova nel bel mezzo di una correzione sembra non finire mai.

Rileggendo il suo diario nel 1968, Benjamin Roth scrisse che "durante la depressione, tutte le previsioni di illustri banchieri e uomini d'affari si rivelarono sbagliate ... meglio affidarsi al proprio giudizio e alle proprie valutazioni".

Credo che anche questa sia una valutazione fallace, un po' come quelle scritte nel 1937, quando riteneva che la crisi fosse terminata. I mercati si sono fatti troppo complicati per presumere di poter farcela da soli, l'importante è che nessuno, neppure gli esperti, azzardi previsioni.

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.



LA SOLITUDINE DEI BANCHIERI CENTRALI

Mario Draghi lascia il mandato alla Banca Centrale Europea nell'anno in cui l'euro entra nel terzo decennio. Draghi sarà meritatamente ricordato come il protagonista della salvaguardia dell'integrità dell'unione monetaria, è il primo presidente a non aver mai alzato i tassi, segno di una congiuntura economica ancora anomala. Nel lascito a Christine Lagarde anche la solitudine della banca centrale



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

La scorsa settimana Mario Draghi ha presieduto la sua ultima riunione del Board della Banca Centrale Europea, oggi una cerimonia con le massime autorità politiche dell'Unione celebreranno i suoi otto anni di mandato.

Draghi ha salvaguardato la stabilità finanziaria dell'Eurozona e ha preservato l'integrità dell'unione monetaria. Si può dire con ragionevole sicurezza che il suo mandato entrerà nella storia, Draghi è stato di parola, ha mantenuto la promessa di fare "whatever it takes" per salvaguardare la moneta comune, tre parole che sono diventate iconiche.

Pronunciate il 26 luglio 2012 alla Lancaster House a Londra, l'avvertimento al mercato fu tutt'altro che casuale, secondo le ricostruzioni giornalistiche furono parole meditate a lungo. In quel momento l'Eurozona era squassata da venti di recessione e dai dubbi sulla sostenibilità del debito di alcuni paesi membri. Le risoluzioni del Consiglio Europeo di fine giugno non impressionarono i mercati che proseguirono i loro attacchi all'euro. Draghi si convinse che fosse necessario dare ai mercati un messaggio più forte e convincente.

Le reazioni della stampa e della pubblica opinione tedesca al "whatever it takes" furono di ostile diffidenza, la banca centrale era finita nelle mani di "quelli del sud", di quelli che non avevano idea di cosa fosse la buona politica monetaria. Ma l'opposizione del capo della Bundesbank Weidmann era compensata dal sostegno, decisivo, di Angela Merkel.

Se non avesse avuto dalla sua la potente Kanzlerin, Draghi non avrebbe potuto spingere ai limiti le possibilità operative della banca centrale.

In quel passaggio delicato anche per i governi nazionali, alla Merkel era più utile il pragmatismo di Draghi che il dogmatismo della tradizione monetaria della Bundesbank. A un anno dalle elezioni federali, che per lei avrebbero significato il terzo mandato, la Merkel sapeva di non avere spazi di manovra per il coordinamento fiscale, l'unica istituzione che poteva salvaguardare l'integrità dell'Eurozona era la banca centrale. In definitiva, dietro al pragmatismo monetario di Draghi c'era il pragmatismo politico di Angela Merkel.

Draghi lascia il suo mandato nell'anno che segna l'inizio del terzo decennio dell'euro, entrato in vigore il 1° gennaio 1999.



Come accade spesso, i mercati non compresero subito la portata delle parole del 26 luglio 2012, la reazione alla riunione della BCE del 2 agosto fu dura. Fonte FT 3.8.2012.



Sono stati vent'anni vissuti pericolosamente, per l'Economist l'euro è "un sopravvissuto" alla crisi del 2012, per Draghi la moneta unica è come il calabrone, "mistero di natura perché non dovrebbe volare ma invece lo fa, l'euro è stato un calabrone che ha volato bene per molti anni".

Gli economisti più critici della moneta unica, soprattutto americani, hanno fondato e fondano le loro critiche sugli assunti della teoria monetaria, Milton Friedman ad esempio, per citare il più grande di tutti, aveva previsto non più di dieci anni di sopravvivenza.

In realtà l'unione monetaria è stata prima di tutto un atto eminentemente politico, non economico, incomprensibile senza la conoscenza delle radici storiche dell'Unione Europea: l'unione monetaria non nasce sulla retorica di una "even closer union", un'unione sempre più stretta, ma sulla diffidenza verso la Germania riunificata dopo la caduta del Muro.

"Nazioni che condividano la medesima valuta non si faranno mai la guerra tra loro" diceva Helmut Kohl rivelando in filigrana, certo non intenzionalmente, che quello che non volevano gli altri partner europei era proprio una Germania economicamente forte al centro dell'Europa con i confini di prima della guerra. L'euro era lo strumento per togliere di mezzo il marco tedesco e le intendenze, nel senso di convergenza economica e tutto il resto, sarebbero seguite. L'euro è stato l'esito del colossale investimento di capitale politico durato cinquant'anni, il momento alto di un percorso eminentemente politico e che resta, ahinoi, incompiuto.

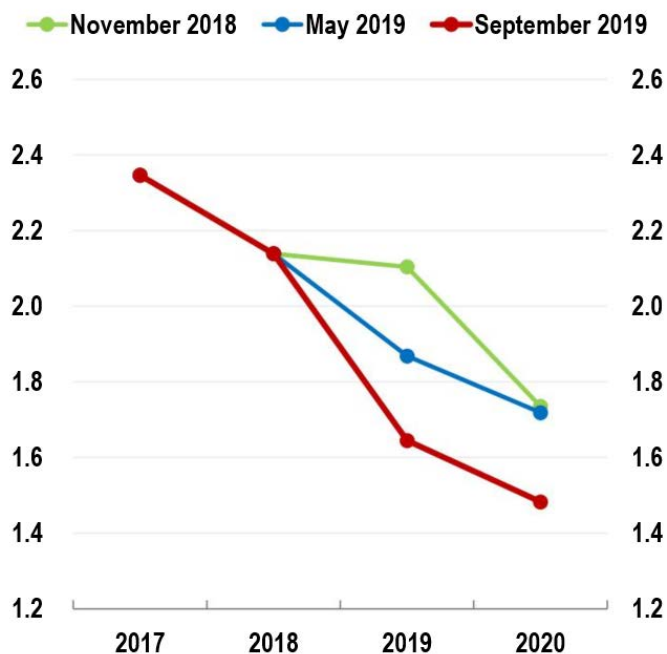
Qual è il lascito di Mario Draghi a Christine Lagarde?

Il primo atto di Draghi all'inizio del mandato fu il taglio dei tassi, l'ultimo la riapertura del piano straordinario di acquisto titoli che rientrerà in funzione dal 1° novembre, Draghi è il primo presidente a non aver mai alzato i tassi durante il mandato, segno di una condizione anomala dell'economia.

Il primo lascito a Christine Lagarde dunque è quello di un'economia in rallentamento, con il settore auto investito, è il caso di dirlo, dalla tempesta perfetta.

L'inflazione, l'effetto collaterale dell'espansione dell'attività economica, è in ritardo, a dispetto dei tassi negativi e, appunto, dei massicci acquisti di titoli.

G20 Advanced GDP projections, %, year-on-year



"La crescita è debole ma ciò che i governi possono fare è molto, ad esempio recuperare la fiducia nella capacità collettiva di porre al commercio internazionale regole più chiare e più trasparenti; offrire maggiori protezioni ai cittadini, cogliendo i benefici dei tassi offerti dalla politica monetaria per far ripartire gli investimenti, la crescita e nuovi posti di lavoro. Si può fare, è urgente che sia fatto" L. Boone, Capo Economista OECD

Ma la parte di eredità più gravosa che Draghi consegna a Lagarde, suo malgrado, è la solitudine della banca centrale.

L'incompiutezza del percorso di integrazione europea ha lasciato la banca centrale pressoché sola nel contrastare la forza d'urto della crisi del 2012, alla leva monetaria non si è affiancata la leva fiscale. Non si sono mai realizzate quelle riforme economiche invocate dal 2012 e finalizzate al miglioramento della produttività, o nel mercato del lavoro, o l'utilizzo di denaro pubblico, nei paesi con spazi di spesa, per finanziare infrastrutture.

Gli acquisti straordinari dei titoli di stato dei paesi dell'Eurozona servivano anche per comprare tempo da mettere a disposizione dei governi, tempo prezioso e necessario per promuovere investimenti e adottare riforme per migliorare la produttività.

Ma quel tempo comprato è stato malamente sperperato, il sollievo prestato dalla banca centrale disperso, la Germania chinata al totem dello "Schwarz Null", il pareggio di bilancio e l'Italia, dall'altra parte, rinserrata in politiche di brevissimo termine, sprovviste di visione.



Il coordinamento delle politiche fiscali resta un campo minato, nei vent'anni di euro non sono stati fatti grandi passi avanti, anzi, sono riaffiorate le spaccature tra il nord e il sud, le suggestioni nazionalistiche hanno riportato indietro l'orologio politico di qualche decennio. L'unione bancaria e l'integrazione dei mercati dei capitali, che avrebbero dovuto alleggerire tensioni e ridurre le difficoltà, sono ancora lontane dal compimento, di unione dei mercati dei capitali e condivisione del debito non si può nemmeno parlare, figuriamoci di integrazione fiscale.

Eppure in un mondo sempre più integrato le politiche fiscali nazionali, condotte a livello di singoli paesi, sono sempre meno efficaci.

Uno studio della Commissione Europea del 2016 mette in evidenza come l'integrazione dei mercati dei capitali e la mobilità del lavoro attutisca i danni di shock asimmetrici per circa la metà negli Stati Uniti ma solo di un decimo nell'Eurozona.

Negli ultimi anni Draghi ha colto frequenti occasioni per rilevare la contraddizione dell'Eurozona, un organismo emiplegico in cui funziona bene la metà monetaria ed è paralizzata la metà della politica fiscale, ha più volte chiesto ai governi di cominciare, finalmente, a fare la loro parte, magari espandendo il bilancio comunitario o utilizzando i margini del deficit dove possibile.

Al momento, il peso delle difficoltà lo porta la sola banca centrale. Considerando gli atteggiamenti della nuova "Lega Anseatica", i piccoli e intransigenti paesi del nord, e i venti di guerra commerciale che arrivano dall'Atlantico, è probabile che continuerà a portarlo ancora a lungo.

Christine Lagarde resterà verosimilmente sola nel tentativo di rianimare l'economia europea eppure, come suggerisce anche Laurence Boone dell'OECD, è urgente che anche i governi intervengano con la leva delle politiche economiche.

Perché nel caso si presentasse una vera recessione, il problema sarà con quali strumenti la BCE potrà affrontarla, una riedizione del "whatever it takes" potrebbe essere molto costosa e non altrettanto efficace.

I primi vent'anni dell'euro non sono stati facili, i prossimi venti non saranno da meno.



"I numeri primi sono divisibili soltanto per uno e per se stessi. Se ne stanno al loro posto nell'infinita serie dei numeri naturali, schiacciati come tutti fra due, ma un passo in là rispetto agli altri. Sono numeri sospettosi e solitari e per questo Mattia li trovava meravigliosi"
P. Giordano, La solitudine dei numeri primi

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.



PASSIVAMENTE ATTIVI

La correlazione negativa tra azioni e obbligazioni, così importante per i portafogli bilanciati, si è fatta sfuggente, un buon argomento per utilizzare la gestione attiva e mettere al riparo il portafoglio dalle possibili vulnerabilità.

Il Don Giovanni di Mozart e Da Ponte venne rappresentato per la prima volta a Praga nell'ottobre 1787 e fu un clamoroso successo, "a Praga non è mai stato rappresentato niente di paragonabile prima del Don Giovanni" scrisse un giornale locale. Il filosofo Kierkegaard è convinto che "con il suo Don Giovanni Mozart entra nella piccola schiera immortale di uomini le cui opere, i cui nomi, il tempo non dimenticherà".

E' vero, il Don Giovanni è un'opera senza tempo perché la musica perfetta da forma e colore alle emozioni e alle storie di personaggi profondamente umani, maschere senza tempo che danno voce a sentimenti universali. L'opera fu il risultato del lavoro a quattro mani del musicista austriaco e del librettista italiano, l'esito finale fu sorprendente anche per loro. Erano partiti per lavorare a un'opera buffa e si ritrovarono tra le mani un dramma, c'è ben poca comicità in una storia che comincia con una violenza e un omicidio e termina con la morte del protagonista. Mozart e Da Ponte trovarono un buon compromesso nel definire l'opera un "dramma giocoso".

Le due scene dell'inizio e della fine sono cruciali per l'intera opera, due colonne che sorreggono e racchiudono la storia. L'omicidio del Commendatore cambia la vita e condiziona i comportamenti dei personaggi che alla fine, con la condanna dell'assassino, si scoprono senza più uno scopo, Donna Anna rimanda le nozze di un anno, Donna Elvira si ritira in convento, il servo di Don Giovanni, Leporello, se ne va all'osteria "a trovar padron miglior".



Scena dal film Don Giovanni di Joseph Losey (1979)

La storia senza tempo del Don Giovanni si presta a qualche metafora del nostro tempo.

Un possibile protagonista di un immaginario dramma contemporaneo potrebbe essere Donald Trump; la sua politica isolazionista e protezionista ha messo fine alla Pax Americana ed è la "prima scena" di una storia del tutto nuova, le terribili cronache dalla Siria ne sono l'ultima drammatica rappresentazione. Viviamo certamente un dramma, se aggiungere l'aggettivo "giocoso", come fecero Mozart e Da Ponte, ciascuno valuti da sé. Non difettano a Trump tratti grotteschi, ad esempio l'argomento dell'assenza dei Curdi allo sbarco in Normandia, ma le immagini e le storie che leggiamo in queste ore frenano qualsiasi ilarità.

Un'altra possibile "prima scena" di una storia ancora da scrivere è la morte dell'inflazione. La fine dell'inflazione è argomento che appassiona gli economisti, coinvolge i gestori di portafogli,



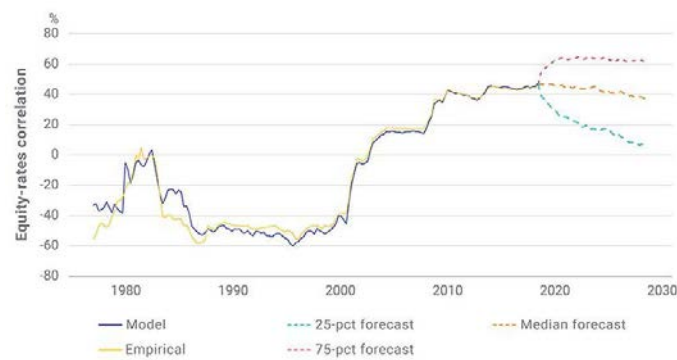
Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.



interessa tutti i risparmiatori. Obbligazioni e azioni reagiscono in modo diverso alle variabili economiche, la crescita fa salire sia i listini che i rendimenti, le attese di inflazione hanno invece un effetto asimmetrico, spingono in alto i tassi ma deprimono le azioni.

In questi mesi le notizie negative non hanno frenato gli indici azionari. Da inizio anno le principali borse restano prossime ai massimi, lo S&P 500 è sopra il 17%, l'Eurostoxx attorno a +18%, la borsa italiana attorno al 20% e anche l'indice tedesco celebra i fasti di un +17%, grossomodo, a dispetto degli infortuni che hanno afflitto i maggiori gruppi del listino.

L'altra faccia della luna, quella delle obbligazioni, è molto diversa, guerra commerciale e incertezza politica tengono i rendimenti schiacciati al pavimento. I mercati si dividono tra i pessimisti, che leggono nei livelli dei tassi scenari di recessione, e gli ottimisti che nei medesimi tassi vedono opportunità per il pubblico e il privato di finanziare a basso costo investimenti, ad esempio nella transizione energetica o nell'innovazione tecnologica.



Correlazione realizzata e stimata tra borsa USA e Treasury decennale (fonte: MSCI, Federal reserve Bank St. Louis, FRED).

Sembra un altro mondo e un'altra epoca quando i gestori potevano compensare la diminuzione del rischio azionario con il rendimento obbligazionario. Una possibilità che il mercato dei bond offre in modo più ambiguo, la correlazione negativa tra le due grandi classi di attivo, un tempo granitica, si è fatta sfuggente, del tutto assente nel 2018 si è ripresentata nel 2019, subordinata al clima politico e soprattutto alle parole dei banchieri centrali.

Le carte le darà ancora una volta la Federal Reserve nella prossima riunione prevista a fine mese. Il mercato scommette su un ulteriore taglio dei tassi di 25 punti base, "già incorporato nel prezzo del titolo a tre mesi" come annota la newsletter di GAM Italia "La Musa dei Mercati" di venerdì 11 ottobre.

Powell si guarda bene dall'indicare l'obiettivo di disoccupazione e mantenere così la massima libertà di movimento. Non è sorprendente che il presidente della Fed ripeta il mantra di azioni sui tassi "data driven", prese sulla base della qualità dei dati economici. E' però una novità il riferimento all'"evoluzione dello scenario di rischio", una frase volutamente ampia che consente qualsiasi interpretazione.

L'Economist di questa settimana parla di fine dell'inflazione o, perlomeno, di fine della sua rilevanza come indicatore

economico, "fino al momento in cui dovremo farci i conti di nuovo, quando qualcuno scriverà nuovamente sul fallimento dei nuovi modelli macroeconomici" mette (saggiamente) in guardia il professor Fabio Ghironi dell'Università di Washington.

Le banche centrali hanno avuto ragione della grande inflazione degli anni Settanta, i prezzi attuali scontano tassi negativi per altri sei o sette anni, chi se la sente di scommettere sull'assenza di sorprese nel frattempo? In un contesto di bassa crescita e delle sfide poste dalle dinamiche demografiche e tecnologiche, le banche centrali stanno facendo tutto il possibile per stimolare l'attività economica, è un azzardo affidarsi a valutazioni su scenari che hanno già dimostrato repentini mutamenti.

La relazione tra azioni e obbligazioni resta centrale per qualsiasi portafoglio bilanciato, la complessità dello scenario, la vulnerabilità, per ragioni diverse, delle due tradizionali classi di attivo suggeriscono una diversificazione che comprenda anche strumenti meno correlati, meno direzionali, che generino valore nel tempo.



Strade separate per azioni e obbligazioni (fonte: GAM, Bloomberg).

Difficile interpretare il mercato e pressoché impossibile prevedere la volubilità della politica, per questo "nella nostra strategia multi-asset sono aumentate le componenti di protezione e 'alpha', così da ridurre la volatilità del portafoglio" scrive Massimo De Palma del Team multi-asset di GAM Italia su Plus del 12 ottobre "nella fattispecie, metalli preziosi, strategie sulla volatilità, long/short equity e credito, yen. L'esposizione azionaria, diversificata globalmente, è bilanciata da titoli governativi della periferia euro e dal Treasury, utili complementi in caso di correzione".

Il tempo è l'ingrediente più umile eppure il più importante nella gestione di un portafoglio, il meno apprezzato dalla grande maggioranza dei risparmiatori.

La pazienza è virtù dei forti perché contro-intuitiva, la natura dell'uomo spinge all'azione, ad agire e a reagire alle avversità o al semplice mutare delle condizioni. Migliaia di anni di evoluzione determinati dal ciclo notte-giorno e da un orizzonte temporale legato alla sopravvivenza quotidiana assai gravoso l'esercizio della pazienza. L'impulso ad agire, a fare qualcosa è un bias comportamentale che insidia chiunque, indipendentemente dalla sua cultura o intelligenza.

E' stato vittima dell'action bias anche il primo ministro inglese Boris Johnson. Appena insediato a Downing Street il premier britannico ha subito "agito", ha ripreso il dossier Brexit per



compiacere l'ala del suo partito che lo aveva sostenuto, la più convinta di un'uscita dall'Europa anche senza accordo.

Di fronte alle difficoltà poste dalla questione dei confini in Irlanda del Nord, le medesime fronteggiate da May e risolte con il compromesso di fine 2017, Boris Johnson ha "ri-agito" mitigando i toni e sconfessando le minacce. Agendo e reagendo, alla fine Johnson ha quasi del tutto annullato l'iniziale intransigenza e si ritrova più o meno sulle proposte elaborate dal governo May.

L'investitore, nel suo piccolo, prova lo stesso impulso all'azione, dimenticando che anche il "non agire" è di per sé un'azione. L'attività di investimento deve essere noiosa, diceva Paul Samuelson, "come osservare la vernice che asciuga su un muro". Negli anni Ottanta il leggendario Robert Kirby parlava di "Coffee Can Portfolios", portafogli nelle lattine del caffè.

Un atteggiamento virtuoso che aiuta a scansare gli errori di scelte prese sull'emotività e che potrebbe avere anche benefici di sistema. Se la maggioranza degli investitori considerasse davvero i propri investimenti nascosti nelle lattine del caffè evitando l'impulso ad agire e a controllare compulsivamente le performance, ne beneficerebbero in ugual misura i portafogli e la loro tranquillità mentale e diminuirebbe anche la pressione sui gestori. Perché i gestori eviterebbero magari qualche scelta più azzardata per cercare risultati di breve periodo, rallenterebbero il turn over del portafoglio, si concentrerebbero con più serenità sui fondamentali per estrarre valore nel tempo. Il "Coffee Can Portfolio" non serve per arricchirsi in fretta (ricordiamo la vernice fresca di Samuelson), risponde piuttosto alla ben più importante esigenza di protezione e accumulo nel tempo, un modo intelligente per essere "passivamente attivi", lasciando che siano il metodo, le scelte oculate e il tempo a fare la parte importante del lavoro.

Gli investitori di lungo termine, coloro che sanno restare fedeli al metodo, magari con il supporto di un consulente di fiducia, sanno tenere lo sguardo oltre le cronache degli affanni quotidiani, si preoccupano più della congruenza del portafoglio con i loro obiettivi di lungo termine che della gara con gli indici di mercato.

Il Don Giovanni fornisce un'altra metafora. La storia, abbiamo detto sopra, si sviluppa all'interno del registro drammatico della prima e dell'ultima scena, le due colonne che reggono l'arco dell'intera opera. Una similitudine buona anche per la diversificazione e l'orizzonte temporale, colonne portanti dell'edificio dell'efficiente attività di gestione.

Ma questa è una storia arcinota ai lettori di queste righe.

The Coffee Can portfolio

You can make more money being passively active than actively passive.

Robert G. Kirby

During recent years, there has been a gradual but steady increase in the use of index funds by institutional investors. This disturbs me, because I believe that superior investment research and management can produce consistently above-average results. Even beyond that point, however, I am also bothered by the wide, unquestioning acceptance of a form of indexing that appears to be seriously flawed. Nevertheless, despite these complaints, I do not disagree out of hand with those who adopt indexed investment programs.

We all know that, in the aggregate, professional money managers do not produce a return superior to that of a broadly based, unmanaged portfolio. We ignore the data that show that a few money managers have done consistently better, and a few others have done consistently worse. This means that we should not be surprised when an investor who has been a client of a poor money manager decides that he would be better off with an index fund. To beat the market is not easy. In addition to a good investment manager, the investor needs perspective, patience, and courage — qualities that do not abound in today's intensely competitive world. For many investors, institutional and individual, an index fund may well be the best kind of common stock investment program.

WHY INDEX? AND WHY NOT?

Perhaps I have a suspicious and cynical mind. Each surge in the popularity of index funds seems to follow a period during which the S&P 500 has been an excellent performer. Most index funds are not set up to avoid inferior performance; their purpose is to secure superior performance — just as when an investor hires a new investment manager with a great record. These are the wrong reasons.

Other investors adopt index funds for the right reasons. They believe that (1) the market is efficient in pricing assets so that it is virtually impossible to achieve consistently superior returns, and (2) the underperformance of professional money managers is the result of futile transaction costs. I disagree with these assumptions, but they support a position that is logical and makes sense. The question that completely perplexes me is why, with this sensible and logical approach to equity investing, these people then choose to replicate the Standard & Poor's 500, which (1) is in reality actively managed, and (2) does not represent the market?

WHEN IS PASSIVE ACTIVE?

In case you're shocked, let's examine these two statements. First, on the point of active management, maybe you can accuse me of splitting hairs, because turnover in the S&P 500 is small in comparison to that of most "active" money managers. Even modest activity, however, if it occurs year after year, produces a substantial cumulative change in the portfolio. In the past 10 years, Standard & Poor's has made several hundred changes, both eliminations and additions, in their portfolio, and these changes have created transaction costs for holders of S&P 500 index funds. Further, the changes are not the result of a formula that produces a consistent, predictable kind of alteration. They represent individual judgments of the Standard & Poor's staff, based on a combination of research and intuition, just as old-fashioned, active portfolio managers do it. Yet many people who are

L'articolo di Robert G. Kirby pubblicato su The Journal of Portfolio Management, Fall 1984

Kirby aveva ripreso l'immagine dal vecchio West dell'epopea americana, quando il denaro veniva messo in lattine vuote del caffè nascoste sotto il materasso. Gli investitori dovrebbero riprendere quell'abitudine, scriveva Kirby, considerare il portafoglio come se fosse nascosto in una lattina del caffè, non guardarlo e non toccarlo.

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.



FU CRISI DI FIDUCIA

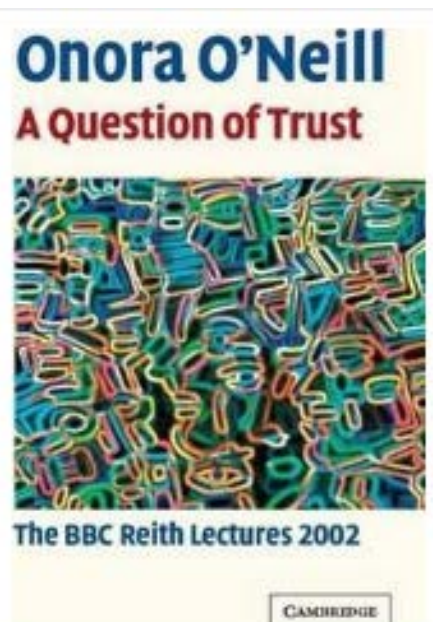
La fiducia è la vera valuta che fa girare l'economia del mondo, centrale in qualsiasi attività economica. L'anniversario della Grande Crisi Finanziaria, che fu anche una grave crisi di fiducia, sollecita la riflessione sul ruolo delle banche centrali e sulle aspettative nel prossimo futuro

Per Confucio, un re deve possedere almeno tre condizioni per governare bene: armi, cibo e fiducia. Se non può averle tutte, rinunci alle armi per il cibo. Se costretto a scegliere tra cibo e fiducia, scelga quest'ultima senza esitazione perché "non si resta in piedi senza fiducia".

Alla fiducia ha dedicato pagine intense Onora O'Neill, elegante signora dai candidi capelli, professoressa emerita di filosofia a Cambridge, baronessa per volontà della Regina e salita alle cronache un paio di anni fa per aver vinto un premio da milione di dollari. "Per il suo contributo alla filosofia" recitava la motivazione e fu davvero una notizia, un po' perché non è frequente che una donna a fine carriera si aggiudichi un premio da un milione di dollari, un po' perché è ancor meno frequente che un premio del genere vada a una disciplina antica ma dal blasone sbrindellato, sopravanzata dalle discipline tecniche e scientifiche.

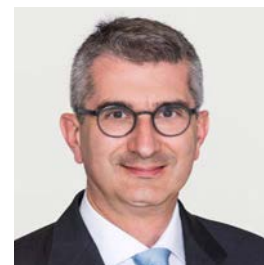
La notizia ha avuto il merito di far conoscere anche il colto pubblico e all'inclita guarnigione il lavoro di Onora O'Neill, non tanto per la sua esegesi di Emmanuel Kant, ma soprattutto per aver portato la filosofia nella concretezza di questioni come i diritti umani, la giustizia, la bioetica.

E la fiducia, appunto.



Di fiducia hanno bisogno i governi, scrive la O'Neill dando così ragione a Confucio, ma ne hanno pari merito le istituzioni, le società, le professioni, le relazioni tra persone.

"Si pensa che l'obiettivo sia fidarsi di più" ha detto la O'Neill in un TED Talk "ma è un obiettivo stupido, il vero obiettivo è fidarsi di chi o di cosa meriti davvero fiducia; io certamente tendo a non fidarmi di chi è inaffidabile ... dobbiamo piuttosto concen-



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



trarci di più sull'essere, tutti noi, meritevoli di fiducia e su come dimostrare nella concretezza di essere meritevoli di fiducia”.

E' un aspetto cruciale che coinvolge la credibilità personale, la trasparenza dei comportamenti, il giudizio ponderato. Non si contrasta la crisi di fiducia “dando fiducia alla cieca, come fanno i bambini, ma semmai dando fiducia esercitando il giudizio critico” dice la O'Neill. Detta in altre parole, la fiducia si accorda sulla base di informazioni raccolte e dopo aver valutato condizioni che attestino l'affidabilità.

La leggerezza con cui molti accordano fiducia fa la fortuna degli imbrogliatori, quelli che gli americani chiamano venditori di olio di serpente (che negli Stati Uniti prosperarono fino al 1906, quando venne promulgata la prima legge sul controllo di alimenti e farmaci) e che si trovano ovunque. Nell'organizzazione degli appuntamenti al buio come degli schemi di investimento a piramide, nelle proposte politiche dalle soluzioni semplici e dal consenso di breve termine, nelle promesse di rendimenti sibaritici e naturalmente privi di rischio.



Damone e Finzia davanti al tiranno Dioniso (Eloi Firmin Féron, 1826, Ecole Nationale Supérieure des Beaux-Arts, Parigi). Nella mitologia greca gli amici Damone e Finzia sono esempio di fiducia e lealtà

In teoria i raggiri dovrebbero essere oggi più difficili, le informazioni sono disponibili e di facile accesso, possiamo sapere tutto della politica e dell'economia, una pletora di informazioni finanziarie è alla portata di un click, veniamo puntualmente informati quando vengono scoperti gli inganni degli “schemi Ponzi”. Peccato che le tecnologie che diffondono le informazioni in modo così efficiente sono le medesime che veicolano disinformazione e diffondono false notizie che traggono in inganno ancora troppe persone.

Nelle relazioni di affari la fiducia si costruisce in molti modi, la società di vendita online con il sorriso sulle scatole consente al cliente il diritto alla restituzione. Grandi gruppi nati dalla rivoluzione digitale cercano di fidelizzare i clienti con la trasparenza e l'apertura alle critiche. Ad esempio società attive nella mobilità urbana o nell'ospitalità consentono ai loro clienti di esprimere veri e propri rating sulla qualità dei servizi ricevuti.

La fiducia è anche la vera valuta che fa girare l'economia del mondo, centrale in qualsiasi attività economica.

Il caffè al bar alla mattina è un'azione così consueta che si svolge quasi con automatismi eppure, se ci pensiamo un attimo, è basata sulla fiducia: al netto del “buongiorno” e dello scambio di poche parole cortesi (magari meno cortesi il lunedì dopo la giornata di campionato), non abbiamo dubbi che avremo il nostro caffè dopo aver fatto lo scontrino o, all'inverso, il barista che ci serve il caffè senza scontrino sa che non usciremo prima di aver lasciato la moneta sul banco.

L'interruzione del circuito della fiducia, non molto diverso da quello che regola il rapporto con il barista, paralizzò i mercati il 16 settembre 2008. “Il giorno dopo Lehman” Wall Street si interrogava su chi sarebbe stato il prossimo, il dossier sui tavoli della Fed e del Segretario al Tesoro era quello della AIG, il grande gruppo assicurativo che rischiava di seguire il destino della Lehman.



Per una lettura, o riletture, dei fatti di undici anni fa, Lo schianto di Adam Tooze (Mondadori 2018)

L'intero sistema finanziario era sull'orlo del collasso, la sfiducia stava ammorbando l'aria, le banche erano renitenti a prestarsi denaro, proprio come un barista con la tazzina in mano che fronteggia un cliente con l'euro stretto nelle dita, nessuno dei due si decide alla prima mossa per la paura che l'altro si sottragga all'impegno.



Il sistema monetario, fatto di circolante privo di valore intrinseco e senza ancoraggi all'oro, è basato sulla fiducia. Nella rappresentazione teatrale dell'opera di J. M. Barrie Peter Pan, la piccola fata Campanellino rischia di morire perché sono troppo poche le persone che credono alla sua esistenza. In teatro Peter Pan invita il pubblico a credere fortemente all'esistenza delle fate e di dimostrarlo battendo le mani. La forza degli applausi rianima Campanellino. Ecco, la moneta è come Campanellino, esiste e prospera sulla base della fiducia della maggioranza delle persone.

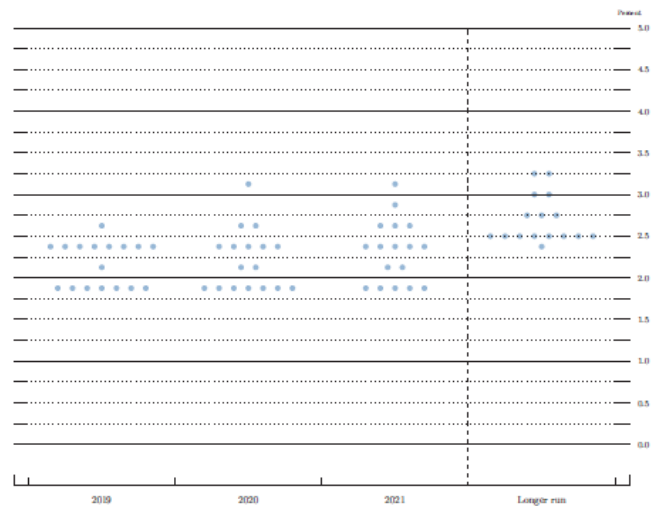
In questi undici anni il sistema finanziario è stato rianimato e le banche patrimonializzate, grazie soprattutto all'azione coraggiosa delle banche centrali. Gli Stati Uniti stanno conoscendo l'espansione più lunga della storia e la loro disoccupazione è ai minimi di cinquant'anni. La crescita economica è tornata anche nell'Eurozona, benché con qualche esitazione in più, la disoccupazione è tornata quasi ovunque ai livelli pre crisi.

Ma nei dieci anni che hanno sconvolto il mondo, la relazione tra mercati e banche centrali si è fatta pericolosa e ambigua. Pericolosa perché la dipendenza dalla liquidità condiziona pesantemente i mercati finanziari, i risultati del 2018 e del 2019 sono diretta conseguenza delle opposte stanche della Federal Reserve. Ambigua perché la fiducia si sta trasformando in diffidenza nella capacità delle banche centrali di raggiungere i prefissati obiettivi di inflazione. Dopo l'esercizio della BCE la settimana scorsa, in questa gli appuntamenti sono con la Federal Reserve, la Bank of England e le banche centrali di Svizzera e Giappone.

Powell si trova nella scomoda situazione di dover tranquillizzare il mercato (e il presidente Trump) senza però aumentare le aspettative su una nuova fase di alleggerimento, un equilibrio difficile che finora la Federal Reserve ha mancato. Le probabilità che Powell tagli di un altro quarto di punto sono diminuite negli ultimi giorni ma restano superiori all'80%.

La parola chiave è "incertezza", oggetto di un recente studio degli economisti della Fed e al centro della riflessione dei membri del FOMC che si interrogano sul prosieguo della guerra commerciale e sugli effetti sulle aspettative.

Le attese dei mercati sul taglio sono di per sé un rischio, assistiamo infatti al progressivo rilassamento dei mercati dal ruolo di "vigilantes", appagati nel "sostenere allegramente politiche dalle scarse probabilità di ottenere miglioramenti economici durevoli nel tempo" (Mohamed El-Erian). In genere la fiducia riduce l'incertezza, ma la fiducia, ricorda la O'Neill, non deve essere cieca ma ben riposta. Fino a oggi Powell è stato ondivago, il credito di fiducia non può ancora essere totale e scelte allocative fortemente direzionali restano precarie.



Fonte: Federal Reserve

Un'ultima considerazione. Lenin diceva che la fiducia è una buona cosa ma il controllo è meglio. I banchieri centrali restano naturalmente sotto l'attento scrutinio degli operatori ma c'è un aspetto intrigante che sempre la O'Neill mette in evidenza. Posto che il controllo sia ovviamente necessario, Onora O'Neill fa un passo avanti invitando tutti a riscoprire i concetti di etica e di dovere.

L'eccesso di attenzione alla conformità alle regole rischia di anestetizzare il senso dell'etica personale, comportamenti ispirati al rigore non tanto per rispetto alla compliance ma perché fedeli all'etica renderebbero tutto molto più semplice.

Un po' di filosofia non guasta, dopotutto.

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.



PENSACI DUE VOLTE

Al termine della pausa estiva e prima di tornare al pieno ritmo feriale, è consigliabile ripassare alcuni concetti che nonostante la loro familiarità rischiano di essere spesso trascurati.

Al British Museum, nelle gallerie dedicate all'antica Mesopotamia, è conservata la riproduzione in terracotta di un fegato di pecora. I Babilonesi, come tutte le civiltà antiche, credevano che il mondo fosse governato da divinità alle quali i "baru", sacerdoti e divinatori formulavano le domande. Le risposte tornavano in forma di segni nascosti dalla divinità negli organi interni degli animali offerti in sacrificio. Il modellino in creta conservato al British Museum, in scala naturale, era uno strumento didattico, serviva ad insegnare l'arte divinatoria ai giovani destinati a diventare "baru". Diviso in sessantatré sezioni, ciascuna di esse descrive le diverse forme, dimensioni e imperfezioni del fegato alle quali è associato un dato vaticinio. L'arte divinatoria era questione che i babilonesi prendevano piuttosto seriamente, non c'era decisione importante, militare o politica, sulla quale non venisse consultato il "baru", per questa ragione i giovani aspiranti dovevano avere padri che fossero uomini liberi e in buona salute.



Tavoletta in terracotta che riproduce un fegato di pecora, civiltà babilonese, 1900 a.C. - 1600 a.C.. Fonte: British Museum.

Jason Zweig, il brillante commentatore finanziario del Wall Street Journal, ritiene che i baru, esperti nella lettura del fegato degli animali siano "ancora con noi, solo che oggi si chiamano strategist, analisti finanziari, esperti di investimento". Zweig naturalmente non se la prende con tutti i professionisti, nel suo mirino ci sono piuttosto le previsioni di mercato o, come dice lui stesso, "i previsori che, se qualche volta hanno ragione, è solo per buona sorte".

Questi giorni sono per molti la fine dell'otium agostano e il ritorno alle fatiche del negotium, l'attività feriale densa di cose da fare e persone da incontrare.

Prima di essere nuovamente assorbiti dalla faticosa quotidianità e alle consuete abitudini, proviamo a ripassare qualche concetto risaputo ma che l'insopprimibile tentazione di giocare con i pronostici tende a far dimenticare.

L'unica cosa certa nei mercati finanziari è che non esistono certezze.

I babilonesi, al pari di tutte le civiltà antiche, spiegavano il mondo con credenze religiose, i fenomeni naturali, inspiegabili con le conoscenze di allora, venivano spiegati e interpretati con argomenti soprannaturali. Gli scienziati cognitivi hanno da tempo dimostrato come sia una naturale propensione dell'uomo dare un senso a qualsiasi cosa, cercare un significato su tutto, con argomenti razionali o soprannaturali.



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



Per spiegare questa attitudine, l'amico Paolo Legrenzi utilizza talvolta un breve filmato animato degli anni '40. Nel filmato, piuttosto rudimentale, due triangoli e un cerchio si muovono su una superficie piana attorno a un rettangolo. Tutti coloro che guardano il filmato tendono a dare un senso ai movimenti delle figure e creano uno storytelling: il cerchio e uno dei triangoli formano una coppia, i loro movimenti sono quelli di una fuga da un 'cattivo', l'altro triangolo, che li insidia nel tentativo di impedire l'unione tra figure "diverse"!

Sono solo figure geometriche, eppure agli osservatori viene naturale attribuire loro comportamenti umani e creare una narrazione antropomorfa (vedi anche L'Alpha e il Beta del 28.5.2018).

THE EXPERIMENTS

Method. Our subjects were requested to interpret a moving picture-film of about 2½ min. duration in which three geometrical figures (a large

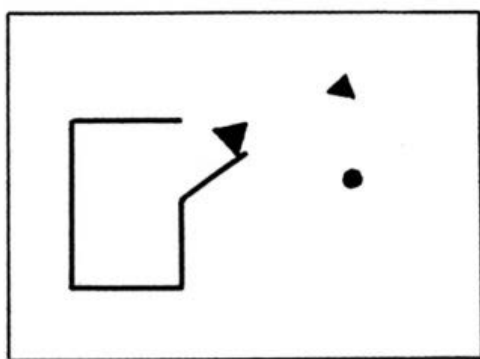


FIG. 1. EXPOSURE-OBJECTS DISPLAYED IN VARIOUS POSITIONS AND CONFIGURATIONS FROM THE MOVING FILM. Large triangle, small triangle, disc and house.

Allo stesso modo, si tende a voler individuare sentieri di prevedibilità nei movimenti dei prezzi, a riconoscere relazioni di causalità tra dinamiche economiche e grandezze finanziarie: "con livelli di disoccupazione ai minimi storici i tassi non potranno che salire ...". Ultime parole famose, vediamo come stanno salendo i tassi!

Con gli errori di valutazione, anche recenti, si potrebbero lastricare viali, per non far torto a nessuno prendiamo un caso lontano nel tempo. Nel gennaio 1980 il Segretario al Tesoro americano William Miller, commentò il prezzo record dell'oro dicendo che non vedeva nessun buon motivo per vendere. Il giorno successivo il prezzo scese del 17%, di due terzi nei cinque anni successivi. Miller non era il primo politico a sbilanciarsi con dichiarazioni improvvise e, come sappiamo, nemmeno l'ultimo.

Riconoscere la vacuità delle previsioni non significa però abbandonarsi al fatalismo millenaristico, significa piuttosto dedicare tempo ed energie a "controllare ciò che è controllabile". Non sono controllabili le mosse della Fed o i risultati trimestrali di una società, ma si può esercitare un solido controllo sugli obiettivi di investimento, sul grado di rischio tollerabile, sui nostri comportamenti (ad esempio tenendo a freno i bias cognitivi),).



La Chiromante, Caravaggio 1599

Si può esercitare un buon controllo anche sulle nostre capacità decisionali ricordando un'altra buona regola, quella del **pensarci due volte**.

Non è vero che agire d'istinto sia la cosa migliore, dar retta alle sensazioni o al proprio fiuto è l'anticamera del disastro, almeno per quanto riguarda gli investimenti finanziari. Le reazioni istintive, del tipo "combatti o fuggi", sono state impiantate nel nostro subconscio in migliaia di anni di evoluzione, continuano ad essere di aiuto nelle situazioni di pericolo ma sono fuorvianti quando si tratta di risparmi.

Meglio pensarci due volte prima di prendere una decisione di investimento, le scelte prese sulla scia dell'entusiasmo o nelle pieghe della paura si rivelano il più delle volte scelte errate.

Nel 1838 Charles Darwin era tornato da due anni dal viaggio a bordo del Beagle, le osservazioni che aveva annotato avrebbero costituito il nucleo del suo lavoro più importante "Le origini della specie". Ma in quell'anno Darwin, quasi trentenne, era alle prese con un problema meno scientifico e molto più totalizzante, doveva decidere se sposarsi o no.

Da scienziato qual era, il giovane Darwin pensò bene di redigere due liste, una con gli argomenti a sfavore del matrimonio del tipo "perdita di tempo ... forse ci saranno dei battibecchi ... impossibile leggere di sera ... ansia e responsabilità ... magari mia moglie detesta Londra ...".



Nell'altra lista Darwin elencò i fattori positivi che gli vennero in mente: "bambini (se piacerà a Dio) ... una compagna fedele (e, più in là con gli anni, un'amica) ... qualcuno che si prende cura della casa ... è consolante immaginare di stare sul divano al fianco di una moglie dolce e carina, un bel fuoco nel camino, buoni libri e magari della musica".

Dubito fortemente che simili argomenti passerebbero oggi qualsiasi test di correttezza politica, in ogni caso è una lista che non fa onore allo scienziato neppure sotto l'aspetto metodologico, quello del "decision-making".

Fece meglio di lui Benjamin Franklin che nelle liste "pro e contro" utilizzava la metodologia del peso ponderato. Franklin attribuiva un fattore di ponderazione a ciascun elemento della lista, "se trovo un argomento a favore che abbia un peso ponderato simile a quello di due argomenti contro", visto che si elidono a vicenda "li elimino tutti e tre".

Ma non c'è bisogno di arrivare alle liste di Darwin e di Franklin per fare oculate scelte di investimento, alle volte basta un buon consulente di fiducia.



"Un buon consulente ingabbia l'incertezza dei mercati nella politica di gestione"
Paolo Legrenzi I soldi in testa nr 314 (l'immagine, Jackson Pollock nella tecnica del dripping, è presa da Regole e Caso di P. Legrenzi, Il Mulino 2017)

Dall'Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani del 2019 ricaviamo la prima prova. Curata ogni anno dal Centro Einaudi e dall'Ufficio Studi di Intesa Sanpaolo, l'ultima indagine mostra che per il risparmio italiano il peggio sembra alle spalle, si espande il ceto medio e torna la capacità di risparmiare.

Ma se consideriamo

1. che due terzi della ricchezza sono storicamente costituiti da immobili,
2. che la parte rimanente è investita in larga parte in obbligazioni governative o societarie in euro,
3. che solo il 15% degli intervistati si avvale di forme di risparmio gestito,

la conclusione disincantata è che solo una piccola parte dei risparmiatori ha portafogli efficienti e davvero diversificati.

Una prova ulteriore dell'aiuto che può dare il consulente nel processo decisionale la troviamo nel documento Consob "Le scelte di investimento delle famiglie italiane" del 2018. Inconfutabile conclusione del rapporto è che i risparmiatori italiani hanno una grande opinione di se stessi, un'enorme fiducia nelle proprie capacità decisionali. Eppure nello stesso Rapporto si legge che la metà degli intervistati è priva delle conoscenze basilari, l'80% non ha dimestichezza con il concetto di probabilità, solo il 20% avverte l'esigenza di accrescere le proprie competenze finanziarie e, paradossalmente, questo 20% è costituito da coloro che hanno una maggiore cultura finanziaria, che sono più predisposti a ricevere informazioni numeriche.

Non si tratta solo di statistiche, o di considerazioni sociologiche sui comportamenti dei risparmiatori, dietro queste indagini ci sono i risparmi veri e la serenità finanziaria di migliaia di famiglie vere.

Basse competenze combinate a elevata fiducia nelle proprie capacità sono la ricetta per errori costosi, rendono le famiglie vulnerabili a shock improvvisi (ad esempio le difficoltà finanziarie della banca di cui si sono comprate obbligazioni come se non ci fosse un domani).

L'acquisizione di competenze basilari è la pre-condizione per avere risparmiatori consapevoli e, a livello più generale, comunità meno vulnerabili.

Buona ripresa a tutte e a tutti.

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.



IL CAMPANILE DI MARCELLINARA

Le incongruenze e i contrasti costituiscono la normalità dei mercati finanziari, che si alimentano di incertezze e aspettative. Eppure, nonostante si tratti di verità nota, le contraddizioni continuano a originare esitazioni e ansie.

L'economia americana ha segnato due record. Con luglio la fase di espansione economica entra nella statistica come la più lunga nella storia o, perlomeno, la più lunga dal 1854, da quando il National Bureau of Economic Research cominciò a computare le serie storiche dei dati.

Venerdì scorso il numero degli occupati nel mese di giugno è stato il più alto del 2019. Sono stati creati 224.000 nuovi posti di lavoro, più dei 160.000 attesi e tre volte maggiore dei nuovi occupati di maggio.



In giugno negli Stati Uniti sono stati creati 224.000 nuovi posti di lavoro. Fonte: tradingeconomics.com.

Il nuovo dato degli occupati ha scompaginato il quadro di un'economia in rallentamento e le conseguenti previsioni di tagli aggressivi da parte della Federal Reserve.

Le probabilità dei tagli e della loro intensità sono immediatamente cambiate, i prezzi dei future sui fondi federali non scontano più un taglio di 50 punti ma di 25.

Il rendimento del titolo a due anni, più sensibile ai tassi a breve, è balzato all'insù di quasi undici punti base, a 1,87%, mentre quello dei decennale è tornato sopra il 2%. Il doppio record di longevità dell'espansione e di nuovi occupati trova sintesi nella banca centrale alla quale il presidente Trump non ha fatto mancare la frecciata: "non abbiamo una Fed che sappia cosa stia facendo".

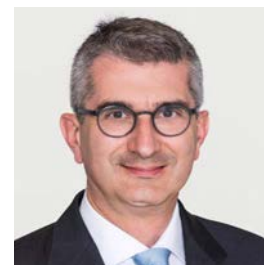
Spunto polemico forse utile a far dimenticare in fretta la gaffe del 4 luglio, la rivoluzione americana avrebbe avuto un esito diverso se l'aviazione di George Washington non avesse assicurato il controllo dei cieli.



Quasi azzerate le probabilità di un taglio dei tassi di 50 punti base da parte della Fed. Fonte FT, Bloomberg.

La banca centrale è sintesi perché il rallentamento trova conforto nelle condizioni finanziarie accomodanti, il dato del lavoro è invece un elemento positivo in un contesto di segnali contrastanti.

L'economia americana è in piena occupazione, il reddito disponibile delle famiglie aumenta di circa il 3% anno su anno, i consumi sono sostenuti, cresciuti in maggio di 0,4%. Dall'altra parte, gli indici di fiducia delle imprese scontano il rallentamento sull'onda lunga di guerra commerciale e affievolimento degli effetti dei tagli delle tasse. L'attività economica negli Stati Uniti sta effettivamente rallentando, la crescita nel secondo trimestre sarà prossima a 1,3%, meno della metà del 3,1% che ha segnato i primi tre mesi dell'anno.



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

Le incongruenze e i contrasti costituiscono la normalità dei mercati finanziari, che si alimentano di incertezze e aspettative. Eppure, nonostante si tratti di verità nota, le contraddizioni continuano a originare esitazioni e ansie.

Sigmund Freud parlerebbe di “perturbante”, “unheimlich”, aggettivo sostantivato con il quale il clinico viennese definiva una particolare specie di paura, l'angoscia che si prova verso qualcosa che si avverte come familiare e nello stesso tempo estraneo e pauroso.

Il Perturbante, “Das Unheimliche”, rappresenta lo smarrimento che si prova nel distacco da una condizione fidata e protettiva, il turbamento che segue la perdita delle certezze.

L'investitore obbligazionario è stato “ganz heimlich”, perfettamente a suo agio, nei “trenta gloriosi” dei tassi costantemente in calo. Tanto più forte è stata la sensazione di spaesamento quando ha scoperto che i titoli governativi non erano più l'investimento familiare che dava sicurezza. Da porto sicuro si erano trasformati in investimento rischioso o, nella migliore delle ipotesi, in distruttori di valore.

Allo stesso modo, i mercati sono stati perfettamente a loro agio con banche centrali accomodanti per molto tempo. La risolutezza manifestata nel 2018 dalla Federal Reserve nel procedere nella normalizzazione dei tassi fu la causa dello spaesamento. Una volta deprivati del loro punto di riferimento, ovvero il proseguimento indefinito dell'atteggiamento benevolo delle politiche monetarie, i mercati si scoprirono disorientati, fortemente a disagio.



Ernesto de Martino con la scrittrice Muzi Epifani in Lucania nel 1956. Fonte: Wikipedia.

L'antropologo italiano Ernesto De Martino racconta un episodio che descrive bene lo spaesamento, il senso di smarrimento. Si trovava nell'entroterra della Calabria, insicuro della direzione da prendere mentre si stava facendo sera. Incontra con sollievo un pastore al quale chiede di indicargli la direzione giusta. Ma il vecchio si esprime in dialetto stretto, De Martino non riesce a capire e gli propone di salire in auto, accompagnarlo al bivio e, una volta individuata la direzione, lo avrebbe riaccompagnato al punto dove lo aveva incontrato.

“Salì in auto con qualche diffidenza, come temesse un'insidia” racconta Ernesto De Martino “e la sua diffidenza si andò via via tramutando in angoscia, perché ora, dal finestrino cui sempre guardava, aveva perduto la vista del campanile di Marcellinara, punto di riferimento del suo estremamente circoscritto spazio domestico. Per quel campanile scomparso il povero vecchio si sentiva completamente spaesato ... lo riportammo poi indietro in fretta e sempre stava con la testa fuori del finestrino, scrutando l'orizzonte per veder riapparire il campanile di Marcellinara; finché, quando finalmente lo vide, il suo volto si distese e il suo vecchio cuore si andò pacificando”.

Nello spazio domestico di Marcellinara il pastore incontrato da De Martino è “appaesato”, come negli ultimi dieci anni si sono sentiti appaesati, “ganz heimlich”, i mercati finanziari. Lo spaesamento si è verificato nella seconda parte dello scorso anno, le parole di Powell tolsero dalla visuale il campanile delle politiche monetarie accomodanti.

Come l'automobile dello studioso napoletano, la Fed ha invertito la direzione in gennaio, la visione rassicurante del campanile ha rasserenato gli animi, anche il vecchio cuore dei mercati “si andò pacificando”.

Nella parte piena del bicchiere del nostro scenario globale abbiamo il sostegno della banca centrale, la piena occupazione, l'aumento dei redditi, i consumi, l'anno elettorale (Trump non tirerà la corda fino al punto di rottura, è nel suo interesse che la festa non finisca). La parte vuota è rappresentata dal rallentamento in Europa e in Giappone, dagli effetti dello scontro sulle tariffe, dal rallentamento del commercio internazionale, dalla diminuzione delle spese per investimento delle società americane, dalla minor fiducia nella tenuta dello scenario globale.

Le banche centrali sanno da che parte stare, tra il rischio di sbagliare per eccesso di rigore e il rischio di un eccesso di tolleranza preferiscono decisamente correre il secondo. Meglio tollerare un'economia in surriscaldamento e un po' di inflazione, originata da ritardi nell'azione, piuttosto che rischiare di frenare lo sviluppo con interventi intempestivi sui tassi.



Marcellinara negli anni '60. Fonte: sito web Comune di Marcellinara.

Il vero campanile da tenere d'occhio è quello degli utili aziendali. I margini operativi delle aziende sono intaccati da costi crescenti e produttività debole: la prova del budino la avremo in questi giorni, all'avvio della stagione sui risultati del secondo trimestre. Le stime di crescita degli utili delle società dello S&500 sono al di sotto del 2% anno su anno.

Da una diminuzione delle entrate anche modesta deriverebbe un deciso calo degli utili e, secondo il nostro Larry Hatheway "nei prossimi trimestri una recessione degli utili è più probabile di una recessione economica vera e propria".

Non sottovalutiamo l'inversione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti, i tassi negativi in Europa, la contraddizione tra i nuovi massimi della borsa americana a fronte del rallentamento dell'attività manifatturiera. Non vogliamo correre il rischio di mettere anche noi eccessiva fiducia sulla Powell put, lo strike è probabilmente molto al di sotto di questi valori di mercato. Nella componente azionaria del portafoglio, nel frattempo ridotta a favore di strategie long/short e, per quanto possibile, non direzionali, confermiamo la preferenza alle azioni di qualità e poco volatili.

L'Alpha e il Beta lo ha ricordato anche nelle scorse settimane, i mercati emergenti restano una scelta allocativa di lungo termine, avvantaggiati dalla possibile debolezza del dollaro derivata dalle politiche della Fed.

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.



ANNIVERSARI

La settimana scorsa è stata ricca di anniversari, buone occasioni per esercitare il valore della memoria, strumento indispensabile per capire le contraddizioni del presente

Viviamo in un tempo in cui la memoria sembra farsi labile, vulnerabile alle tentazioni dell'oblio.

Ma quanto più il ricordo si ottunde, tanto maggiore è la risolutezza dei più a preservare e custodire la memoria, valore su cui poggia la coesione di qualsiasi comunità di destino.

La settimana scorsa è stata ricca di anniversari, occasioni per meglio comprendere, attraverso l'esercizio del ricordo, le contraddizioni che attraversano il presente.

A Caen, Donald Trump e Emmanuel Macron hanno celebrato il 75° anniversario dello sbarco in Normandia. Al netto del rischio di inciampo nella retorica, si trattò di un episodio bellico cruento e decisivo nel volgere le sorti del conflitto verso la sconfitta del nazismo e del fascismo. La fine della guerra, costosissima per Germania e Italia, segnò l'avvento di un nuovo capitolo nel grande libro della storia, fatto di pace, libertà, benessere.



Il cimitero americano a Omaha Beach, in Normandia, monumento alla memoria

L'anniversario di un atto di guerra necessario per riportare in Europa libertà e democrazia, si è intrecciato con il ricordo di un altro episodio cruento e opposto, trent'anni fa le richieste di libertà e democrazia degli studenti cinesi vennero annientate con la forza in piazza Tienanmen.

Anche quest'anno, in occasione di un anniversario importante le autorità cinesi hanno severamente vietato manifestazioni e commemorazioni della strage, sono stati rafforzati i controlli di polizia e i controlli dell'attività on-line. Per una curiosa casualità, le maggiori piattaforme cinesi di streaming hanno deciso di aggiornare i loro sistemi negli stessi giorni, tutte indisponibili fino al 6 giugno. In questo modo nessuno ha potuto commentare né leggere i commenti di altri. Per il governo cinese, l'impiego della forza nella notte tra il 3 e il 4 giugno 1989 fu una scelta corretta, necessaria per difendere la stabilità politica e lo sviluppo economico del paese.



Il giovane sconosciuto grida ai soldati sui carri "Tornate indietro!". L'immagine è diventata icona dei fatti di piazza Tienanmen nel giugno 1989



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



I fatti di piazza Tienanmen non sono gli unici a meritare il ricordo il 4 giugno. Nello stesso giorno dello stesso anno, mancava ancora qualche mese alla caduta del Muro a Berlino, in Polonia si svolsero le prime elezioni politiche dal 1928. Certo, non furono elezioni vere e proprie, il governo aveva rimesso al voto solo una parte dei seggi. Furono il risultato di un lungo lavoro di dialogo e confronto tra governo e il movimento Solidarnosc, in ogni caso costituirono la prima breccia nel monolite del governo comunista.

Pochi giorni prima del voto, al Comitato Centrale si discuteva su quale reazione opporre alle scontate proteste dei governi occidentali nell'eventualità che il movimento Solidarnosc non si fosse aggiudicato nessun seggio. Una conferma di quanto le leadership del blocco comunista fossero scollegate dalla realtà, incapaci di capire l'accelerazione della storia, di interpretarne i segni. Perché Solidarnosc si aggiudicò tutti i 161 seggi disponibili e, per la prima volta dal dopoguerra, in uno dei paesi del blocco sovietico veniva duramente intaccata la granitica egemonia del partito comunista, il 35% del parlamento era andato a una forza di opposizione.

Una sera del luglio dello stesso anno, i due economisti americani David Lipton e Jeffrey Sachs si trovavano nell'appartamento di Jacek Kuron, uno dei leader di Solidarnosc, a discutere con lui sulle cose più importanti da fare per guidare il passaggio da un'economia pianificata a un'economia di mercato. Kuron chiese di mettere le loro idee per iscritto e, soprattutto, in fretta, il tempo era una variabile cruciale. Nel giro di pochi giorni i due giovani ricercatori di Harvard misero a punto un'architettura sufficientemente solida per governare la difficile transizione, poi adottata dagli altri paesi del blocco sovietico per gestire a loro volta il passaggio delle loro economie.

Le performance dell'economia polacca negli anni successivi al 1992 sono lì a dimostrare l'efficacia di quel piano, l'economista Marcin Piatkowski della Banca Mondiale rilevò che il reddito lordo pro-capite della Polonia era cresciuto molto più rapidamente che nel resto dei paesi dell'ex blocco sovietico, grazie a tre scelte decisive (per certi versi buone ancora oggi):

1. gli obiettivi di lungo termine della politica erano chiari e definiti, la Polonia voleva arrivare alla convergenza con i paesi dell'Europa occidentale. Per raggiungere l'obiettivo furono adottati il modello democratico, i modelli istituzionali dell'Occidente, il primato della legge, la libertà di stampa, la politica monetaria indipendente;
2. vennero stanziati ingenti investimenti nel capitale umano, ovvero nella quantità e nella qualità dell'istruzione scolastica. Oggi in Polonia la percentuale di studenti universitari è superiore alla media europea, i test Pisa rivelano che i quindicenni polacchi sembrano avere competenze mediamente superiori a molti coetanei dell'Europa occidentale;
3. il terzo fattore di successo fu l'impiego intelligente dei fondi europei, investiti in gran parte in infrastrutture per collegare meglio il paese con il resto d'Europa. Cantieri aperti, miglioramento dell'ambiente economico e della fiducia degli operatori, comportamenti conservativi delle banche polacche fecero il resto.

Summary of the Proposed Economic Program of Solidarity

The economic program of Solidarity will seek to resolve the major economic problems facing Poland through a sudden and comprehensive jump to a market economy. This strategy can be called a "shock" approach to Poland's economic crisis, in contrast to the muddling-along approach of the Coalition Government. The program will cause many sharp changes in prices, but within a few months prices will be stable and shortages will be eliminated. The real incomes of workers will be cushioned during this process. The program will also produce a dramatic marketization of the economy, in a process that will begin immediately and be carried out over several years.

The combination of a shock reform of prices, stabilization, and marketization, will halt the downward spiral of the economy and will restore economic growth, producing a sustained rising trend in living standards. The goals, strategy, and timetable for the proposed program are summarized in the tables that are attached. Another table describes some of the fundamental weaknesses of the economic plan of the Coalition Government.

Price Reform

Solidarity will eliminate subsidies and price controls immediately, to establish meaningful prices in the economy. This is necessary so that Poland can function as a market economy. Without freeing prices, Poland will continue to suffer from severe shortages, black markets, and wasteful investments. New businesses will not arise, or will arise in the wrong sectors that benefit from the perverse set of prices. After the price liberalization, food prices and energy costs will rise sharply. In fact, the coal sector will earn enormous windfall profits, since coal prices will rise substantially. A special windfall profits tax will be imposed on the coal sector and other export sectors in order to cushion the effects of higher prices on wages.

A key step toward market-determined prices will be a single, stable exchange rate for the zloty, which will guarantee that all prices of internationally traded goods (both imports and exports) will be determined by the prices in the world markets. The stabilization program will ensure that the exchange rate will remain stable (if stabilization were carried out today, the exchange rate could stabilize at about 213500z/US\$1).

Stabilization

1

L'originale del Piano di Riforme Economiche elaborato da David Lipton e Jeffrey Sachs. Fonte: jeffsachs.org.



Il leader di Solidarnosc Lech Walesa, parla ai lavoratori nei cantieri navali di Gdansk, nel 1980. Fonte: NYT, CreditCiolek/Forum via Reuters.



In Polonia si era messo in moto un movimento inarrestabile, il corso della storia stava cambiando e tra i pochissimi che se ne stavano rendendo conto c'era Giovanni Paolo I.

Non ci sarebbe stata nessuna rivoluzione nel 1989 se nel giugno di dieci anni prima Karol Wojtyla non avesse fortemente voluto tornare nel suo paese da pontefice. Una visita inutilmente osteggiata dal partito comunista, il 2 giugno 1979 il Papa polacco arrivò a Varsavia. Sarebbe tornato altre volte ma i semi che avrebbero cambiato il corso della storia furono piantati in quei nove giorni della prima visita. Nel giugno 1989 vennero a compimento eventi messi in moto nel giugno di dieci anni prima.

Il governo segnò un punto nell'impedire a Karol Wojtyla di essere a Varsavia l'8 maggio, giorno delle celebrazioni solenni dei 900 anni del martirio di San Stanislao, ma perse la partita perché il rinvio di un mese non mitigò la forza deflagrante della visita.

Un altro errore fu consentire la trasmissione televisiva delle celebrazioni. L'obiettivo reale era avere piazze semivuote, la possibilità di seguire comodamente dal salotto di casa le celebrazioni del Papa avrebbe scoraggiato la partecipazione di molte persone, questo almeno è ciò che pensavano le autorità. Ottennero l'effetto opposto, alle liturgie all'aperto accorsero in milioni, quelli che rimasero a casa videro con i loro occhi quelle immagini di folla attorno al pontefice. Lo storico inglese Timothy Garton Ash scrisse che "senza il Papa non ci sarebbe stata Solidarnosc; senza Solidarnosc non ci sarebbe stato Gorbaciov; senza Gorbaciov non ci sarebbe stata la caduta del comunismo".



Giovanni Paolo I saluta la folla a Varsavia

Nonostante ci separino da quegli anni solo pochi decenni, quello che ricordiamo, o di cui leggiamo, è un mondo lontanissimo, i sommovimenti politici, i deficit pubblici, il pricing power dell'OPEC, l'inflazione, la stagflazione: gli anni '70 dell'economia sono solo ricordi sfocati.

E' scomparso il sentimento collettivo che nella Polonia del 1989 teneva uniti lavoratori e sindacati, studenti e professori, chiesa e intellettuali, la pubblica opinione è oggi divisa tra i sostenitori del nazionalismo del partito al governo e i sostenitori del modello di democrazia liberale, come fu originariamente concepito nel piano di Lipton e Sachs. Divisioni che attraversano non solo la Polonia.

La creazione di liquidità ha trasformato l'economia globale forse in via definitiva, strutturale: sotto la pressione del malcontento di fasce sempre più ampie della popolazione, penalizzate dall'allargamento delle disuguaglianze, i governi sono stretti tra le esigenze di finanziare welfare sociale e investimenti da una parte, i vincoli di bilancio dall'altra.

Un sentiero stretto che non riguarda il solo governo italiano ma quasi tutti i governi dei paesi avanzati, non è un caso che aumentino accenti e narrazioni sull'impiego della liquidità. Da noi si parla di "minibot", negli Stati Uniti di "Green New Deal" e di Teoria Moderna della Moneta, in Gran Bretagna Corbyn chiede un Quantitative Easing "del Popolo". Idee e proposte legate dal medesimo filo rosso, politiche fiscali finanziate con la creazione di moneta.

Come negli anni '70, il rischio politico torna a costituire un potente fattore destabilizzante anche nei rendimenti finanziari. Quando le leadership politiche smettono di credere alle leggi di gravità dell'economia, evidentemente il rischio cresce. Ad esempio il ritorno del protezionismo non solo mette a rischio i volumi del commercio internazionale, ma il vecchio principio su cui si fonda, "beggar-thy-neighbour", liberamente traducibile come "politica del rubamazzo", io vinco tu perdi, rivela un'esplicita volontà di potenza che non può non avere conseguenze anche politiche.

"E' nella natura dell'inizio che qualcosa di nuovo sia cominciato senza che lo si possa ricondurre a qualunque cosa sia accaduta in precedenza; questo carattere di sorprendente imprevedibilità è intrinseco a tutti gli inizi" scrive Hannah Arendt, negli anni della Grande Depressione il principio del "beggar-thy-neighbour" non si limitò ad avvelenare i pozzi del commercio internazionale ...

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.



DEL TEMPO, DEI CONFINI

Il presentismo affligge anche gli investitori, li distoglie dagli obiettivi di lungo termine del loro risparmio

Lo scorso 28 maggio un originale flash mob ha unito scuole e piazze italiane nella lettura di una poesia, il resto l'hanno fatto i social con l'hashtag #200infinito.

E' stata così riportata alla memoria di tutti la poesia L'Infinito, scritta da Giacomo Leopardi tra la primavera e l'autunno del 1819.

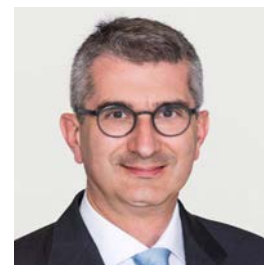
Quindici endecasillabi sciolti che sono diventati i più conosciuti della poesia italiana.

La scelta del poeta di utilizzare versi liberi dagli obblighi formali della rima sembrano svelare il suo intimo sentimento, la libertà metrica avvicina il lettore alla sensibilità del giovane ventenne. Forse anche per questo L'Infinito è la poesia più famosa della letteratura italiana, i suoi versi risuonano nella memoria di tutti, soprattutto gli ultimi, "tra questa immensità s'annega il pensier mio, e il naufragar m'è dolce in questo mare".

L'occasione del duecentesimo anniversario ha fatto riemergere una curiosità minore, in un'ultima stesura del testo il poeta sostituisce la parola "immensità" con "infinità", correzione autografa ben visibile nel manoscritto e recepita in una rara pubblicazione del 1826 intitolata "Versi del Conte Giacomo Leopardi". Il poeta tornò poi alla versione iniziale, preferendo in modo definitivo la parola immensità, come l'altra un quadrisillabo tronco che non pone questioni di metrica.

*Sempre caro mi fu quest'ermo colle,
E questa siepe, che da tanta parte
De' l'ultimo orizzonte il guardo esclude.
Ma sedendo e mirando, l'interminato
Spazio di là da quella, e sovrumani
Silenzii, e profondissima quiete
Io nel pensier mi fingo, ove per poco
Il cor non si spaura... E come il vento
Odo stormir tra queste piante, io quello
Infinito silenzio a questa voce
Vo comparando: e mi sovvien l'eterno,
E le morte stagioni, e la presente
E viva, e il suon di lei. Così tra questa
~~immensità~~^{infinità} s'annega il pensier mio:
E il naufragar m'è dolce in questo mare.*

Al centro della riflessione del poeta ci sono lo spazio, delimitato dalla siepe, e il tempo, indicato dalla condizione del passato ("le morte stagioni"), del presente (la stagione "presente e viva"), e del tempo eterno evocato dai "sovrumani silenzi e profondissima quiete".



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

Il contrasto tra l'immaginazione del giovane favoloso di spazi indefiniti oltre la siepe e il sentire collettivo che innerva il nostro tempo non potrebbe essere più stridente.

Il poeta si abbandona alla dolcezza del mare dell'infinità, un'emozione davvero estranea al presentismo dal quale siamo più o meno tutti condizionati. I sovrumani silenzi e la profondissima quiete al di là della siepe stridono con l'incapacità di alzare lo sguardo dal limite della siepe, dal condizionamento dei confini.

Un altro saggio ancora in vita, "il saggio di Omaha" Warren Buffett, utilizza a sua volta un'immagine campestre per esaltare il valore del tempo (e del capitale) paziente: "se qualcuno oggi se ne sta seduto all'ombra, è perché molto tempo prima qualcun altro ha piantato un albero". Nella filigrana della prosa finanziaria di Buffett si riconoscono gli orizzonti lontani vagheggiati dal giovane poeta di Recanati: se vuoi evitare le insidie comportamentali, e gli errori che fatalmente ne derivano, resta concentrato sul lungo termine. Non fissarti sulla siepe, guarda piuttosto "l'interminato spazio di là da quella", il lungo periodo ha sempre premiato i capitali pazienti e i loro proprietari.

"Deciens repetita placebit", piacerà anche se ripetuta dieci volte diceva Orazio, e allora vale la pena ripetere quanto diceva Benjamin Graham, maestro dell'ortodossia e dell'ortoprassi "value", "il maggior problema dell'investitore anzi, il suo peggior nemico, è probabilmente lui stesso".

Gli errori dovuti a comportamenti errati, in altre parole gli errori dovuti a decisioni prese sull'emozione o sull'ansia, sono i più costosi. L'antidoto è nell'impegno a restare coerenti al metodo, mantenere la concentrazione sugli obiettivi di lungo periodo, non lasciarsi distrarre dai movimenti dei mercati.

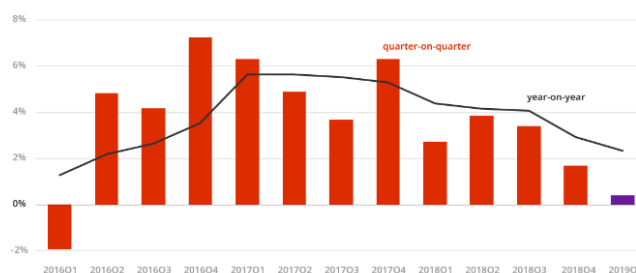


"Investing isn't about beating others at their game, it's about controlling yourself at your own game" Benjamin Graham, The Intelligent Investor

Guardare oltre la siepe significa osservare con intelligenza ai movimenti del mercato, in modo particolare ai segnali che nelle ultime settimane hanno dato i mercati obbligazionari: i rendimenti dei titoli governativi di qualità sono ulteriormente scesi sotto la pressione delle tensioni commerciali (con la new entry dell'intensificazione dei contrasti tra Stati Uniti e Messico) e delle rinnovate incertezze politiche in Europa.

Il rendimento del Bund è ai minimi, il Treasury è tornato sotto il rendimento del titolo a tre mesi, come accaduto a fine marzo. Sono segnali che rivelano l'idea che il rallentamento dell'economia non risparmierà neppure gli Stati Uniti. Il deterioramento delle relazioni con la Cina non può che peggiorare le cose, un rallentamento pronunciato non lascerebbe indenni le società americane più indebitate e già alle prese con la compressione dei margini, un taglio dei costi passerebbe per la riduzione dei posti di lavoro.

Un insieme di fattori che "mette pressione alla Fed spingendola a un taglio dei tassi che sia compensazione dei venti contrari" scrive il Financial Times.



Crollata la crescita del commercio internazionale. Fonte: OECD Economic Outlook, 2019 <https://doi.org/10.1787/b2e897b0-en>

Pensiamo che un intervento della Fed sia prematuro, il prezzo di esercizio della "Powell Put" è a nostro giudizio molto al di sotto degli attuali livelli di mercato. In ogni caso prepariamoci ad una estate calda, non solo nelle temperature.

Un popolare adagio della disciplina economica, "non esistono pasti gratis", ricorda con efficace brevità che in economia nulla è in cambio di nulla, ci sono sempre dei costi da sostenere.

Anche i pasti alla mensa solidale sono gratuiti agli avventori perché qualcuno ne ha sostenuto il costo. Eppure per Harry Markowitz almeno un pasto gratis esiste, ed è la diversificazione del portafoglio ("il solo pasto gratis in finanza è la diversificazione").

Gli investimenti tematici aiutano ad affrancare il portafoglio dal presentismo (vedi L'Alpha e il Beta del 4.3.2019), gli investimenti obbligazionari di nicchia concorrono ad aumentare il grado di decorrelazione del portafoglio, con lo scopo, per dirla con Christine Benz di Morningstar, di "avere qualcosa che resista quando le azioni correggono, o che riesca addirittura a guadagnare qualcosina".



Un ampliamento della diversificazione obbligazionaria può comprendere le emissioni MBS (Mortgage Back Securities) legate al mercato immobiliare. Sono strumenti che divennero noti al grande pubblico perché furono al centro della tempesta perfetta della crisi del mercato immobiliare americano e della Grande Crisi Finanziaria. La diffidenza è comprensibile, ma dopo dodici anni lo scenario è cambiato radicalmente, le obbligazioni legate al mercato immobiliare offrono rendimento in uno scenario in cui è ancora difficile trovarlo (il rendimento del Treasury è pressoché azzerato dai costi di copertura).

Il segmento delle emissioni MBS vale otto trilioni di dollari, rappresenta il 23% del mercato obbligazionario americano e il 15% di quello globale, è molto diversificato al suo interno e più robusto rispetto alle condizioni pre-crisi, il rischio sistemico si è notevolmente ridotto. Le emissioni più recenti, anche grazie a più severi requisiti regolamentari, sono di elevata qualità.

Per il resto dell'anno è ragionevole attendersi un aumento del volume delle emissioni, alti standard qualitativi e di performance. "Grazie alla bassa disoccupazione, a minori livelli di debito al consumo rispetto al reddito e grazie anche all'aumento dei prezzi delle case, il tasso di insolvenze è sceso a livelli non visti dagli anni '90" affermano Gary Singletery e Tom Mansley di GAM, esperti del settore.



Tasso di insolvenze nel mercato immobiliare USA rispetto ai crediti complessivi. Fonte: GAM, Bloomberg.

Nelle atmosfere rarefatte degli strumenti di credito un po' più complessi troviamo i Discounted Perpetual Floating Rates Notes (DISCO, niente a che vedere con la musica di quando avevamo capelli lunghi e notti lunghissime), i Constant Maturity Swap (CMS) e i Constant Maturity Treasury (CMT). Strumenti di debito subordinato emessi anni fa, nel vecchio regime normativo, dai margini contenuti (mediamente sotto i 50 punti base) e scambiati a sconto. I DISCO sono in gran parte denominati in dollari, emessi da banche americane negli anni '80 e indicizzati al Libor, i CMS e i CMT sono denominati soprattutto in euro, emessi da banche e assicurazioni negli anni 2000, indicizzati ai tassi degli swap decennali o ai rendimenti dei bond governativi.

Type of Instrument	Maturity	Coupons	Write-down language	Coupon Deferral	Regulatory capital rank
DISCO	Perpetual, callable periodically after first non-call period	Floating rate indexed to Libor (margin typically below 50bps)	N/A	Optional deferral, cumulative	Tier 2*
Bankia CMS/CMT	Perpetual, callable periodically after first non-call period	Floating rate indexed to swap or government bond rates (margin typically below 50bps)	N/A	Discretionary, non-cumulative	Tier 1*
Insurance CMS/CMT	Perpetual, callable periodically after first non-call period	Floating rate indexed to 10 years swap rates or government bond yields (margin typically below 50bps)	N/A	Optional deferral, cumulative	Tier 1*
Insurance Tier 2	At least ten years	Fixed or fixed-to-floating (usually 100bps coupon step)	N/A	Optional deferral, cumulative	Tier 2
Bankia Tier 2	At least five years	Fixed or fixed-to-floating (no coupon step)	N/A	Mandatory	Tier 2
Bank Additional Tier 1 (AT1)	Perpetual, minimum five-year non-call	Fixed-to-floating (no coupon step)	Contractual trigger level (5.125 or 7%) or point of non-viability (PONV)	Fully discretionary, non-cumulative	Tier 1
Insurance Restricted Tier 1 (RT1)	Perpetual, minimum five-year non-call	Fixed-to-floating (no coupon step)	Contractual trigger level (usually 75% of requirements or lower than 100% for three months)	Fully discretionary, non-cumulative	Tier 1

Le principali caratteristiche dei titoli Discount Perpetual. Fonte: GAM, Atlanticomnium.

Per le loro caratteristiche (cedola variabile e bassi margini), sono strumenti adeguati all'aumento dei tassi e al restringimento degli spread e, in effetti, nell'ultimo periodo le emissioni in dollari hanno beneficiato dell'incremento dei tassi negli Stati Uniti.

I filmati di esibizioni pericolose sono sempre accompagnati da avvertimenti che diffidano dal ripetere a casa i contenuti del filmato in cui operano stuntman professionisti. Vale lo stesso per questo tipo di classe di attivo, le obbligazioni MBS e i Discounted Perpetuals richiedono elevata conoscenza del settore e competenze specifiche. Il modo migliore per beneficiare dei loro vantaggi è utilizzarli come strumenti di investimento collettivo o, meglio ancora, all'interno di strategie multi-asset a bassa volatilità.

Nel luglio del 1820 Leopardi annota nello Zibaldone che "l'anima s'immagina quello che non vede, che quell'albero, quella siepe, quella torre gli nasconde, e va errando in uno spazio immaginario, e si figura cose che non potrebbe, se la sua vista si estendesse da per tutto, perché il reale escluderebbe l'immaginario". Il poeta supera la finitezza dei confini e immagina una dimensione quasi fantastica fatta di spazi infiniti, di silenzio e di quiete.

La siepe che ostacola lo sguardo dell'investitore è il presentismo. Senza abbandonare la concretezza del "qui", ma senza neppure esserne asservito, l'investitore ricordi che l'unico pasto gratis della finanza, la diversificazione, la fedeltà al metodo e il tempo paziente sono i tre strumenti che concorrono alla sua stessa quiete.

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.



L'ORO DELLA BANCA D'ITALIA

Di chi è l'oro della Banca d'Italia? La celebrazione della Festa del 25 Aprile riporta alla memoria un episodio minore del 1943 che ebbe al centro l'oro dell'Istituto e suggerisce una riflessione sull'impiego delle riserve auree. Qualcuno propone di venderne una parte per compensare le emergenze delle pubbliche finanze, ma è davvero una scelta lungimirante?

Di chi è l'oro della Banca d'Italia?

Come un fiume carsico, la questione delle riserve auree riemerge nell'agenda politica, 2.500 tonnellate d'oro che, si dice, potrebbero essere impiegate più fruttuosamente giacché l'oro non serve più a sostenere la moneta. Certo, nel mare degli oltre 2.300 miliardi di euro del debito pubblico italiano, i novanta miliardi delle riserve auree non sono neppure una mezza secchiata ma, si dice ancora, potrebbero servire a far fronte a qualche emergenza. Ad esempio, quella quarantina di miliardi di clausole di salvaguardia che rendono complicatissimo il percorso delle prossime leggi di bilancio.

L'impiego "produttivo" delle riserve auree non è un argomento nuovo, si esercitarono in maniera bipartisan Giulio Tremonti nel 2009 e Romano Prodi nel 2011 con proposte diversissime ma accomunate dal nulla di fatto che fece seguito a entrambe.

La cosa certa è che l'oro appartenga allo Stato italiano e la sua tutela sia affidata alla Banca d'Italia.

Poche settimane fa il Governatore Ignazio Visco ha indirettamente risposto sulla questione ricordando tre argomenti: che la Banca d'Italia, nonostante la struttura privatistica, "è un istituto di diritto pubblico che svolge funzioni di interesse generale", che l'Istituto "esercita le sue funzioni in autonomia e indipendenza dando conto del proprio operato secondo il principio di trasparenza" e, in ultimo, che gli azionisti "non hanno alcun diritto sulle riserve auree e valutarie della Banca d'Italia".



Marinus van Reymerswaele, Il banchiere e sua moglie, 1539 (Museo del Prado, Madrid)

Benché il denaro abbia perso l'ultimo legame con l'oro nel 1971, quando gli Stati Uniti decisero di abbandonare quello che Keynes definiva "barbara reliquia", un sistema monetario retto dalla convertibilità in oro dei dollari, vendere l'oro per sanare le questioni di finanza pubblica sarebbe una decisione illegale e improvida.

Illegale perché l'impiego delle riserve auree ai fini della finanza pubblica costituirebbe un vero e proprio finanziamento della banca centrale al governo, pratica vietata dagli accordi internazionali, improvido perché, al netto di un prezzo certamente penalizzato dall'offerta ingente sul mercato (chiedere alla Banca d'Inghilterra, che provò a vendere oro nel 1999), si darebbe un pessimo segnale, quello di un paese senza altre vie d'uscita. Gli investitori, i sottoscrittori del debito pubblico, chiederebbero una maggior remunerazione per il maggior rischio percepito. Vendere l'oro con gradualità e in modeste porzioni non è alternativa migliore: i vantaggi di non penalizzare (forse) il prezzo e di non allarmare (forse) i mercati, verrebbero annullati dal mancato obiettivo di sanare una emergenza di bilancio.



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

Nel corso del 2018 le banche centrali sono tornate agli acquisti di oro, poco più di 640 tonnellate, un livello che non si vedeva dal 1971. Una corsa all'oro scaturita non dalla paura di catastrofi imminenti, ma dalle nuove regole contabili della Banca dei Regolamenti Internazionali secondo le quali l'oro diventa "cash equivalent" ovvero un asset che nei bilanci bancari viene iscritto tra quelli "risk free".

Le riserve auree forniscono alle banche centrali, garanti della stabilità del sistema, il bastione che difende dalle crisi di fiducia.



Fonte: Banca d'Italia

A pochi giorni dalla celebrazione del 25 Aprile, merita di essere ricordato un episodio di storia minore che nel 1943 riguardò proprio l'oro della Banca d'Italia durante l'occupazione di Roma da parte delle forze tedesche (vedi anche L'Alpha e il Beta del 29.4.2013, "Il 25 aprile della Banca d'Italia").

Al governatore dell'epoca, Vincenzo Azzolini, protagonista dell'episodio, il sito della Banca d'Italia riserva poche algide righe e nessun riferimento alla vicenda che lo portò, dopo la guerra, a subire un processo e alla condanna al carcere.

Vincenzo Azzolini divenne Governatore nel 1931, a seguito della morte di Bonaldo Stringher. Negli anni della grande crisi economica Azzolini si dimostrò un banchiere centrale competente ma l'episodio del 1943 ne fa ancora oggi una figura controversa.

Il piano inclinato degli eventi si mette in moto con l'armistizio dell'8 settembre 1943. I militari tedeschi presenti a Roma pianificano il trasferimento in Germania dell'oro della Banca d'Italia. Il 19 settembre Azzolini viene a sapere che il giorno dopo una delegazione tedesca si sarebbe presentata a palazzo Koch per un primo sopralluogo. Determinato a impedire il furto, Azzolini fa costruire durante la notte una camera murata per nascondere una buona parte. Vengono redatti documenti falsi, retrodatati, che certificano un invio di oro effettuato mesi prima a Potenza, già liberata dalle truppe americane. Salvatore Rossi, in "Oro", agile libretto pubblicato nel 2017, racconta che per asciugare in fretta l'umidità e la vernice, i funzionari della banca accesero lampade e ventilatori.



Vincenzo Azzolini (1881 - 1967)

A questo punto le ricostruzioni storiche dell'accaduto differiscono.

Una versione riferisce che un delatore fece cambiare idea ad Azzolini: se i tedeschi erano a conoscenza dell'inganno, mentire sarebbe stato inutile e pericoloso. Per tutelare l'incolumità propria e quella degli altri uomini della banca, il governatore consegnò l'oro per evitare sanguinose rappresaglie.

Secondo l'altra versione, più severa nei confronti della memoria del governatore, Azzolini fece rimuovere il muro perché preso dal panico all'idea che i tedeschi si accorgessero dell'inganno, e alle terribili conseguenze che avrebbe dovuto sopportare.

Quale sia la verità, il 20 settembre Azzolini accompagnò l'ambasciatore Moelhausen e il colonnello Kappler nel giro di ricognizione. L'oro non era stato nascosto, vennero consegnate 626 cassette contenenti lingotti per circa 120 tonnellate e 543 sacche di monete. Il primo treno blindato partì nella notte tra il 22 e il 23 settembre, altri ne seguirono diretti in Svizzera e Germania. Parte dell'oro venne nascosto nella località Fortezza in Alto Adige, territorio italiano retto da un Gauleiter tedesco. Dell'oro nascosto nel forte costruito dagli austriaci nel 1883 e mai recuperato si è favoleggiato per decenni, ancora nel 1983 un ingegnere milanese rivelò che la sua strumentazione elettronica aveva individuato la posizione esatta della preziosa massa metallica.

Una parola definitiva sulla questione l'hanno scritta Sergio Cardarelli e Renata Martano della Banca d'Italia. Nel loro libro "I nazisti e l'oro della Banca d'Italia" (Laterza, 2001) hanno ricostruito con precisione i movimenti dell'oro. "Nel 1945 gli americani ritrovarono nella caverna-bunker della località altoatesina l'esatta differenza tra l'oro che era partito nel settembre del 1943 dalla Cassa centrale dell'istituto e quello che fu inviato in Germania e in Svizzera nel corso del 1944" scrivono i due storici "l'oro della Banca d'Italia mancante all'appello è rappresentato esclusivamente dalle 24,1 tonnellate che risultano dalla differenza tra quanto è stato spedito in Germania e quanto è stato attribuito all'Italia dall'apposita commissione tripartita. Il quantitativo mancante, pari circa ad un terzo dell'oro inviato a Berlino per l'effetto dell'accordo di Fasano è da considerarsi ormai irrecuperabile".



Maggio 1945, camion con l'oro recuperato entrano nella sede della Banca d'Italia (fonte: fase della restituzione dell'oro).



Gli Alleati riconsegnarono subito, nel maggio del 1945, l'oro trafugato, salvo la parte dispersa di cui scrivono Cardarelli e Martino. Azzolini venne rimosso dalla carica, arrestato, processato e condannato a 30 anni di prigione per collaborazionismo. Il reato contestato, secondo il Codice Penale Militare di Guerra, fu quello di "grave fellonia". L'ex governatore venne poi prosciolto dalle accuse e rimesso in libertà nel 1948, morirà a Roma nel 1967

Con la rimozione di Azzolini tocca a Luigi Einaudi fare i conti con il disastro monetario del dopoguerra, la sua agenda è costituita da tre semplici e complicatissime priorità: contrastare la drammatica inflazione, riportare l'Italia negli accordi monetari di Bretton Woods, assicurare la stabilità monetaria.

Se l'Italia è il paese con la quarta riserva d'oro più ingente del mondo, dopo Stati Uniti, Germania e Fondo Monetario, le ragioni risalgono alle scelte fatte in questi anni drammatici.

Gli aiuti finanziari del Piano Marshall dovevano essere indirizzati alla ricostruzione, al ripristino delle industrie e dell'attività economica. Ma Einaudi, assieme agli altri artefici della ricostruzione, riteneva che con le ciminiere e gli opifici andasse ricostruito anche il capitale di fiducia, bene preziosissimo e indispensabile in qualsiasi relazione economica.

Einaudi, De Gasperi, Corbino, Del Vecchio: gente di altra epoca e di altra schiatta, vecchia borghesia che aveva idee chiare in testa e che sapeva anteporre l'interesse generale del Paese alla demagogia spendacciona. Non esitarono a sfidare gli americani, e l'opposizione, che volevano che gli aiuti finanziari fossero interamente canalizzati alla ricostruzione degli impianti industriali. La politica deflazionistica di Einaudi metteva al primo posto la stabilità finanziaria, la ricostruzione delle riserve valutarie del paese era strumentale all'obiettivo di restituire all'Italia credibilità internazionale e riportarla nel sistema economico occidentale.

Einaudi riabilitò l'onore della Banca d'Italia, inaugurò la tradizione delle Considerazioni Finali, contribuì a innalzare il prestigio dell'Istituto centrale.

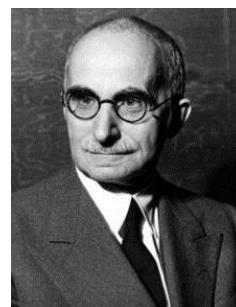
Gli anni '60 furono gli anni del miracolo economico, tassi di crescita che il nostro Paese non avrebbe mai più visto e ampi avanzi della bilancia dei pagamenti. Guido Carli racconta che la Banca d'Italia destinò parte dell'avanzo all'ampliamento delle riserve auree, esattamente come fece la banca centrale tedesca.

"Nella condotta di questa politica ci ponemmo il limite di non scardinare il sistema monetario internazionale fondato sui cambi fissi e sulla convertibilità del dollaro in oro" ricorda Carli "linea di condotta che ci accomunò in più di una circostanza alla Bundesbank e ci pose in contrasto con la Banca di Francia, più propensa alla conversione in oro dei dollari dei quali disponeva".

Poi vennero i drammatici anni Settanta. L'esplosione della bomba nella Banca dell'Agricoltura nel dicembre del 1969 fu l'emblematico, doloroso inizio di uno dei decenni più cupi della storia repubblicana. Lo scardinamento del sistema monetario globale due anni dopo costituì una cesura definitiva con la fase della ricostruzione, si aprì un capitolo del tutto nuovo nell'economia e nel sistema finanziario globale.

L'oro accumulato si rivelò fondamentale. Stretta nella morsa delle difficoltà politiche, della debolezza valutaria e del primo shock petrolifero, nel 1974 l'Italia ottenne un risolutivo prestito di due miliardi di dollari dalla Bundesbank proprio grazie alla garanzia di una parte (rilevante) delle riserve d'oro della Banca d'Italia.

Riserva di fiducia, appunto.



Luigi Einaudi (1874 - 1961).

"Se gli uomini si ricordassero sempre degli errori commessi in passato e delle loro conseguenze, le crisi scomparirebbero o si attenuerebbero assai. Nessuna speranza più mal riposta di questa: che gli uomini si ricordino del fortunale in tempo di bonaccia. Fanno voto, come i marinai, di non ricaderci quando temono di andare a fondo; ma son propositi da marinaio" (L. Einaudi).

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.



IL MOTORE DELLA PERFORMANCE

Quando si tratta di investimenti, il metodo fa premio sulle scommesse direzionali, soprattutto quando nei mercati sembra prevalere lo smarrimento

Il rischio è il motore della performance, è la moneta che acquista il rendimento.

Questa semplice verità è la necessaria premessa di qualsiasi ragionamento sugli investimenti finanziari, il rischio è la loro doppia elica, la loro dimensione ontologica, l'ombra sulla parete della caverna che da secoli seduce matematici, statistici e avventurieri, i Bardi e gli Acciaiuoli del XIV secolo e John Law, l'uomo che alla corte del re di Francia inventò il denaro.

Il concetto di rischio nasce con la società moderna, con l'aspirazione di poter prevedere e possibilmente controllare le conseguenze delle decisioni. Nelle società antiche l'incertezza e la paura erano spiegate con gli dei, la natura, Dio. Nella società moderna il pericolo, il rischio, sono spiegati dall'indagine scientifica e considerati, per quanto possibile, controllabili. Rispetto al passato non è la quantità dei rischi a fare la differenza, quanto la qualità del controllo, la coscienza del livello di rischio di ogni decisione, ad esempio fumare, guidare senza cintura, utilizzare senza criterio alcun le risorse naturali del pianeta.

Gli anni Ottanta, gli anni dell'iper-consumo e dell'edonismo reaganiano, furono il passaggio dalla società delle classi alla società del rischio. La modernità ha originato nuove fonti di pericolo e il tratto dominante del nuovo tempo non è più la distribuzione del reddito ma la promessa di sicurezza.

Nel 1952 Harry Markowitz trasformò il rischio da concetto (le azioni sono più rischiose delle obbligazioni) a numero (una certa combinazione di azioni è meno rischiosa di certe obbligazioni).

Qualche decennio dopo Ulrich Beck adattò il concetto di rischio alla società. Il sociologo tedesco aveva intuito il radicale cambiamento sociale ed elaborò il concetto di "incertezze fabbricate": "non il cambiamento climatico, i disastri ecologici, le minacce del terrorismo internazionale" scrive "ma la crescente consapevolezza che viviamo in un mondo interconnesso, che sta andando fuori controllo, crea la novità della società del rischio ... i rischi comprendono gli stati-nazione, le alleanze militari, e tutte le classi sociali, e presentano nuovi tipi di sfide alle istituzioni designate al loro controllo, le regole istituite di attribuzione e responsabilità, causalità, colpevolezza, giustizia, crollano".

Viviamo pienamente nella società del rischio, la domanda di sicurezza preconizzata da Beck è cresciuta fino al parossismo mentre la grammatica politica degli anni Ottanta si è fatta inadeguata. I concetti di rischio, responsabilità, costo, conseguenze sono sempre più labili, l'emotività delle pubbliche opinioni è assecondata dalla politica anziché esserne guidata. L'emotività è la cifra di questo tempo, è bene tenerlo presente quando si ragiona di scelte di investimento e pianificazione di lungo termine.

Verificare costantemente il metodo, diffidare delle false sicurezze, pazientare per superare i momenti di volatilità sono i comportamenti dell'investitore saggio, "è proprio quando credete di sapere qualcosa che bisogna guardarla da un'altra prospettiva" dice il professor Keating ai suoi studenti e, per dimostrarlo, li esorta a salire sul banco e guardare l'aula da lì.



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



Quando le borse mettono a segno in poche settimane un rimbalzo a doppia cifra è forse il momento di guardare le cose da una prospettiva diversa: il rimbalzo è stato favorito dalla nuova sintassi delle banche centrali ma evidentemente ciò non basta, non dovranno esserci sorprese dai negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina e il rallentamento di quest'ultima, e dell'economia globale, resti controllato.

Mentre l'indice dell'incertezza politica balza verso l'alto, quello delle sorprese economiche di Citi scivola verso il basso, la domanda degli analisti è se ci si trovi al fondo del movimento o se le sorprese economiche negative continueranno a orientare l'indice verso il basso.

US data has been disappointing over the past month

Citi US Economic Surprise Index



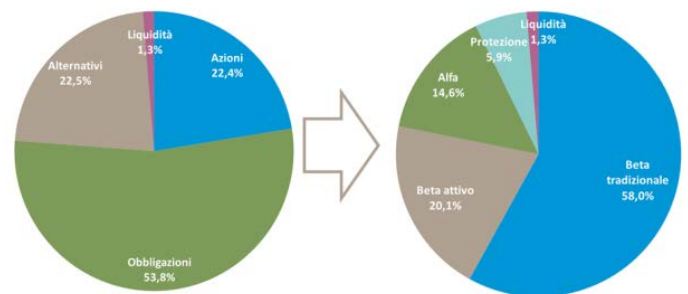
Source: Bloomberg © FT

E' il "buio prima dell'alba", ovvero il momento dell'inversione positiva? A differenza del passato, non c'è una nitida indicazione verso uno dei due classici registri "risk-on" o "risk-off", il sentimento prevalente sembra essere lo smarrimento, "Qui si parrà la tua nobilitate" si potrebbe dire all'investitore, se riesce a vincere la tentazione di una scommessa direzionale e se si mantiene coerente al metodo.

I pilastri che reggono l'arco di qualsiasi portafoglio ben diversificato sono la diversificazione, cruciale per ottenere efficienti profili di rischio-rendimento, il tempo, per attutire i picchi di volatilità che ottendono l'efficacia della diversificazione, la flessibilità, che corregge i movimenti di breve, più sensibili al sentiment che ai fondamentali. Le leve di diversificazione, tempo e flessibilità sono affiancate dalla leva delle strategie alternative, un universo ampio la cui indagine, mirata a selezionare strumenti davvero decorrelati dalle asset class tradizionali, esige competenza ed esperienza.

A gennaio dicevamo che nel 2019 sarà decisiva la qualità della diversificazione, ovvero la bassa correlazione tra le varie classi di attivo. Torniamo ai basic, dicevamo, ragioniamo sulla relazione tra rendimenti, volatilità e correlazioni, gli ingredienti principali della corretta costruzione dei portafogli. Una volta definita la struttura del portafoglio, si procede alla sua manutenzione con gli aggiustamenti tattici, in funzione delle prospettive di scenario.

Nei portafogli diversificati, il nostro team multi-asset di Milano affianca ai beta tradizionali i cosiddetti beta attivi, cioè temi d'investimento tattici, come le scelte di stile (growth/value/momentum) e di capitalizzazione nella componente azionaria e quelle di curva o tipologia di strumento (floater, indicizzati) in quella obbligazionaria. Un'ulteriore evoluzione del processo prevede l'aggiunta delle componenti "alpha" e "protezione", finalizzate ad avere rispettivamente una fonte aggiuntiva di rendimento slegata dalle asset class tradizionali e a proteggere rischi specifici delle varie fasi di mercato.



Dalla gestione per asset class alla gestione per fonti di rischio: una visualizzazione del portafoglio multi asset conservativo di GAM al 31 gennaio 2019.



Dopo aver incrementato il rischio a inizio gennaio accompagnando l'effervescenza dei primi due mesi dell'anno, il nostro team multi asset sta quindi diminuendo il rischio direzionale, prendendo gradualmente profitto da azioni, high yield e convertibili e reinvestendo la liquidità in beta attivi, ad esempio titoli indicizzati all'inflazione, che scontano nei prezzi il rallentamento economico degli ultimi mesi, e nella componente di protezione, con strategie legate alla volatilità. In forza di valutazioni che tornano in linea con la media storica, abbiamo incrementato anche le strategie più decorrelate su azioni e credito (le leve dell'"alpha"). Detta in parole semplici, il nostro metodo ci porta a gestire le strategie direzionali in funzione dei livelli delle valutazioni: quanto più queste sono depresse, tanto più aumentiamo la direzionalità e, viceversa, aumentiamo le componenti di "alpha" e di protezione a fronte di maggiore incertezza, con valutazioni non più a buon mercato. Ad esempio, avrebbero avuto meno senso le strategie alternative nel 2009, a fronte di listini in quelle condizioni. "Stiamo dunque prendendo parziale profitto dalle componenti più tradizionali del portafoglio per incrementare le posizioni più attive, decorrelate o di difesa" dice il nostro Antonio Anniballe del team multi-asset di Milano "in previsione di uno scenario che si presenta volatile, fragile, soggetto a frequenti cambi di direzione".

Ricordiamoci che l'attività di investimento non è il gioco di chi vince ma di chi non perde, di colui che è consapevole dei rischi e controlla il gioco evitando di andar dietro ai movimenti quotidiani dei mercati, saper evitare gli errori significa essere già in vantaggio.

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.



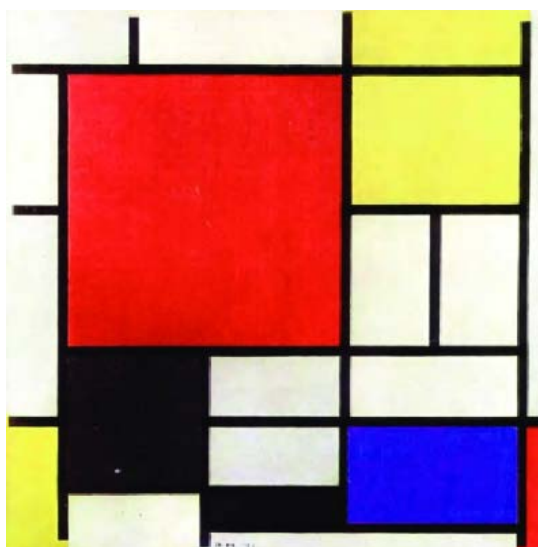
TRE STORIE SEMPLICI

In uno scenario complesso non è indispensabile l'impiego di strategie complesse. La semplice osservazione della realtà aiuta a individuare strategie efficaci per il lungo termine

“La semplicità è la chiave dell'eleganza” diceva Coco Chanel, che da vera maestra di eleganza aveva colto l'intima armonia che la semplicità rivela a chi la riconosce. Tolstoj pensava che non vi fosse grandezza senza semplicità e Goethe rincara la dose scrivendo addirittura che “nulla è vero se non ciò che è semplice”.

Chissà cosa direbbe Goethe di un tempo, il nostro, che sta crescendo in complessità e sta cominciando a funzionare in modi diversi da quelli ai quali l'umanità è abituata. Sembra sempre più difficile trovare valore nella semplicità, più o meno come duemila anni fa, quando Ovidio annotava “la semplicità, cosa rarissima ai nostri tempi”.

Tutt'altro che semplice lo scenario che si presenta all'investitore. I segnali di rallentamento non preludono ancora alla recessione, l'economia americana riesce ancora a compensare il calo di altre aree economiche, i prossimi mesi saranno sotto lo scacco di possibili mutamenti repentini nella politica, nel ciclo del business, nell'innovazione tecnologica.



“Composizione con giallo, rosso, grigio e blu” di Piet Mondrian, l'artista delle linee e della semplicità

Il ciclo del business e la politica sono strettamente connessi, i processi produttivi delle catene globali del valore sono vulnerabili alle tensioni commerciali, i nuovi investimenti vengono valutati anche alla luce delle prospettive del commercio globale. La tregua tra Stati Uniti e Cina non deve illudere, è stato comprato tempo ma la questione di fondo, la competizione di lungo termine tra i due paesi, resta sotto traccia, irrisolta.



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

In Europa la situazione è ancora più confusa, a pochi giorni dal 29 marzo il governo inglese resta nel più totale smarrimento, le elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo a fine maggio amplificano le tensioni tra le forze politiche nei vari paesi. Un contesto che mina le aspettative e la fiducia delle aziende, quelle basate in Gran Bretagna valutano i costi dell'eventuale "no deal", le altre fanno i conti con il rallentamento in corso.

Per quanto riguarda l'innovazione tecnologica, dalla Rivoluzione Industriale in avanti ha sempre contribuito al progresso e al miglioramento delle condizioni di vita, ma non senza qualche sacrificio. Le novità, il progresso, comportano disruption e inevitabili costi frizionali. Ned Ludd, posto sia davvero esistito, distruggeva i telai meccanici che toglievano posti di lavoro, sono passati circa trecento anni e, allo stesso modo, molti lavori sono minacciati dal cloud computing e dai Big Data. Albergatori, tassisti, banchieri; mestieri molto diversi eppure tutti ugualmente condannati a cambiare o soccombere sotto le disruption della tecnologia.

Su queste complicazioni si innesta il graduale ritiro dalle politiche di QE delle banche centrali.

Powell ha cercato di far dimenticare il pilota automatico insistendo sulla pazienza, ma non è cambiato il ritmo di riduzione del bilancio che procede a cinquanta miliardi di dollari al mese. Come detto la settimana scorsa, si affievoliscono le ragioni del dollaro forte, si è ricostituito un clima favorevole alle economie emergenti.

Scenari complessi non richiedono per forza strategie complesse, semmai la chiave è la leggerezza di Calvino, per il quale "la leggerezza si associa con la precisione e la determinazione, non con la vaghezza e l'abbandono al caso". La leggerezza, o la semplicità, non prende troppo sul serio le previsioni, che pure fanno parte del gioco, si concentra invece sul metodo, levando, togliendo, scavando fino a trattenere ciò che è essenziale, il distillato della diversificazione e del tempo necessariamente lungo, ma anche la semplicità di narrazioni comprensibili.

Semplicità non vuol dire facilità o, peggio, piatezza. Un approccio di lungo termine, ad esempio, esige sangue freddo per mantenere le posizioni anche quando il mercato crolla, anche nelle fasi in cui il segno negativo è tale che, per la paura di perdere di più, si tende a vendere. Esercizio tutt'altro che facile.

Quest'anno celebriamo il settantesimo anniversario della pubblicazione de "L'investitore intelligente", il classico di Benjamin Graham, grandissimo teorico dei mercati finanziari e lui stesso formidabile investitore. Profondo conoscitore della cultura umanistica, Graham era solito dire che il suo amore per la letteratura e la filosofia lo aiutava a guardare ai mercati "da una prospettiva di eternità piuttosto che da quella del giorno per giorno".



Wittgenstein, filosofo tutt'altro che semplice, scrive che "gli aspetti delle cose più importanti sono nascosti a causa della loro semplicità e familiarità"

La semplicità è il filo rosso che lega assieme tre storie di investimento tra loro molto diverse.

La demografia, non l'economia, è la vera scienza esatta che può elaborare autentiche e affidabili previsioni dalle quali trarre le probabili conseguenze sulle dinamiche economiche.

Alcune circostanze demografiche dovrebbero essere abbastanza familiari: i progressi nella medicina e nella cura hanno allungato l'aspettativa di vita alla nascita, oggi è di circa 80 anni, di trent'anni maggiore rispetto a inizio Novecento, l'età media della popolazione nei paesi avanzati aumenta, Germania e Italia sono i paesi più vecchi d'Europa. Sono invece molto giovani i paesi emergenti e mentre l'occidente industrializzato fa affidamento sulla ricchezza accumulata grossomodo dalla Rivoluzione Industriale, la ricchezza dei paesi emergenti è di recente creazione. Da una parte abbiamo dunque l'occidente anziano, poco produttivo ma ricco, dall'altra le economie emergenti in una lunga fase di sviluppo, con popolazioni giovani e altamente produttive.

Le conseguenze sono molteplici, la più importante è lo spostamento del baricentro politico e strategico del mondo dall'Atlantico al Pacifico e la possibile emarginazione dell'Europa (vedi anche L'Alpha e il Beta del 10.12.2018).

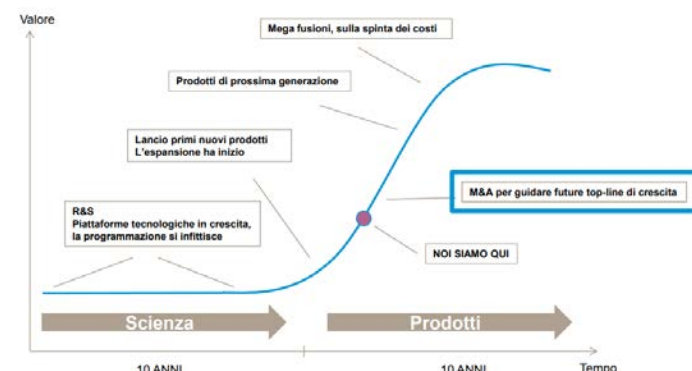


Dall'asimmetria demografica tra Nord e Sud del mondo derivano almeno due storie di investimento di qualità e valore nel lungo termine.

I neo milionari cinesi sono circa cinquanta milioni, un po' come se tutti gli abitanti della Spagna potessero, tutti assieme, acquistare i beni più esclusivi, dall'abbigliamento alle auto. Le grandi marche stanno adattando le proprie strutture e modelli di servizio per essere efficacemente presenti nei mercati emergenti e nelle vendite on-line. La competizione è anche nel "catturare" i clienti dei prossimi anni, i Millennial, soprattutto in Asia dove, a differenza che da noi, hanno già forti capacità di consumo.

Negli ultimi anni l'indice del settore ha registrato performance superiori all'indice delle borse mondiali, il settore del lusso resta un promettente trend di lungo periodo che vale la pena abitare.

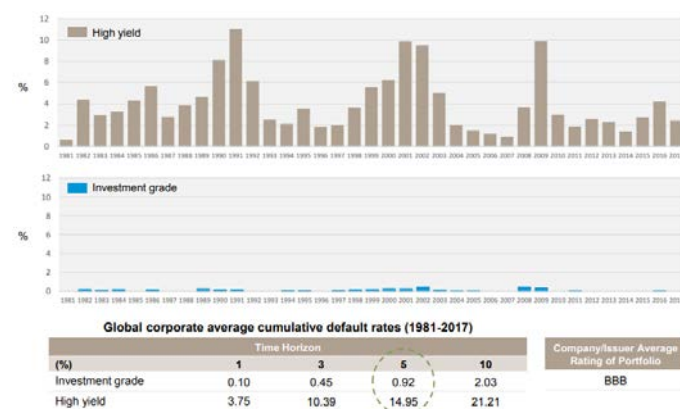
Un altro trend di lungo termine è quello della salute, dalle enormi potenzialità di crescita, analoghe a quelle del settore tecnologico. Nessuna sorpresa, il principale driver della ricerca biomedica e farmaceutica è proprio l'innovazione, i progressi della tecnologia trovano quasi immediato impiego nel settore health-care.



Ciclo dell'investimento biofarmaceutico. Fonte GAM.

La nuova frontiera della ricerca è la medicina personalizzata. La tecnologia digitale consente di realizzare nel prossimo futuro ciò che sembrava semplicemente impossibile, ovvero la prescrizione di farmaci e cure in base alle caratteristiche individuali dei singoli pazienti. Le informazioni della farmacogenetica e della farmacogenomica aprono inedite prospettive a nuovi paradigmi sanitari. Saranno anni interessanti: si dovranno mettere a punto regole di governance dei dati ma si apriranno ampi spazi d'azione per la diagnostica e la terapia.

La terza storia di semplicità non ha a che fare con la demografia ma con un'intuizione semplice e geniale. In un contesto in cui molti risparmiatori rimpiangono i bei tempi andati delle cedole a doppia cifra, diventa interessante l'investimento nelle emissioni subordinate, meno tutelate ma di maggior rendimento, emesse da società di alta qualità. In definitiva si abbatte al massimo possibile il rischio di default selezionando con rigore gli emittenti, selezionando le loro obbligazioni a maggior rendimento.



Il tasso di default del segmento Investment Grade è inferiore a quello High Yield. Fonte GAM, Standard & Poor's Global Fixed Income Research.

Tre storie semplici, tra loro diverse ma tutte e tre capaci di aiutare il risparmiatore a diversificare il portafoglio, a protenderne l'orizzonte temporale, a schivare la trappola del presente.

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.



COME SI CAMBIA

La velocità dei cambiamenti in atto supera la nostra capacità di adattamento, ma non deve ingannare, i portafogli di investimento non sono in gara con gli indici ma sono orientati alla preservazione del capitale nel lungo periodo

Abbiamo già incontrato tempo fa le tribù Chimbu e Daribi della Nuova Guinea (L'Alpha e il Beta del 26.9.2016). Nel suo Armi Acciaio Malattie, Jared Diamond descrive i Chimbu come una popolazione curiosa, vogliosa di imparare, per nulla intimorita dalle tremende novità portate dal contatto con la cultura occidentale.

"Nel 1964 incontrai un chimbu sulla cinquantina" scrive Diamond "analfabeta, vestito del tradizionale gonnellino vegetale, nato in una tribù che ancora usava attrezzi di pietra; era diventato ricco grazie al caffè, aveva usato i soldi per comprarsi una segheria per 100.000 dollari e una flotta di camion. Per contrasto, in una zona poco distante vive una tribù con cui ho lavorato per otto anni, i Daribi, che sono assai conservatori e non si interessano delle novità dei bianchi; quando il primo elicottero atterrò sulle loro terre, lo osservarono per un po' e se ne tornarono subito alle loro occupazioni".

Il racconto dello studioso americano conferma l'intuizione di Darwin, non sopravvive il più forte ma chi sa adattarsi meglio, "ora i Chimbu si stanno espandendo ai danni dei Daribi" scrive Diamond "e questi ultimi sono ridotti a lavorare per i primi". La vicenda delle tribù della Nuova Guinea raccontata da Diamond è una storia minore, eppure paradigmatica della grande storia dell'umanità, in ogni continente e in ogni epoca storica alcuni popoli si sono dimostrati più disponibili di altri ad accogliere le novità, ad adattarsi e a trarre vantaggio dai cambiamenti.

Gli antichi Greci, che avevano capito tutto dell'uomo e delle sue passioni, avevano elaborato il concetto di "mètis", la disposizione mentale positiva, l'intelligenza pratica, l'adattamento a situazioni inattese.



Menelao sorregge il corpo di Patroclo (190 a. C., Loggia della Signoria Firenze)

Nella gara dei carri per i funerali di Patroclo, Antiloco figlio di Nestore ha cavalli più deboli ma, in un punto più stretto della pista, punta il proprio carro verso quello di Menelao che colto alla sprovvista rallenta per evitare una caduta rovinosa. Antiloco ha dimostrato la potenza della mètis, un misto di arguzia, adattamento ed esperienza per volgere il caso a proprio vantaggio.

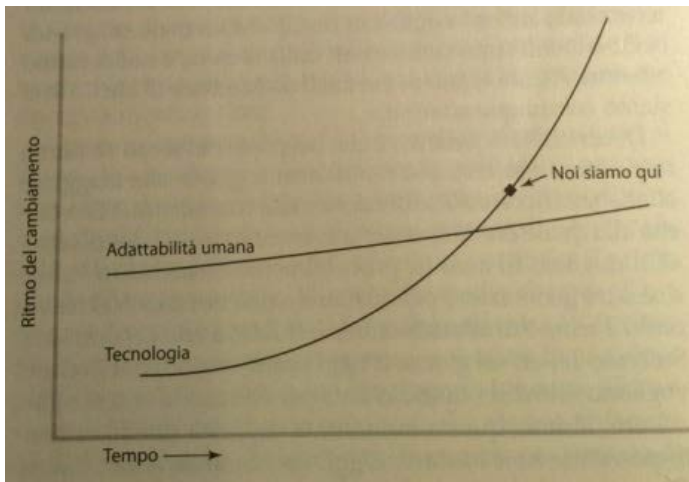


Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.



Il carro della nostra storia sembra accelerare come mai accaduto in passato e supera la nostra capacità di adattamento: “il ritmo del progresso tecnologico sta accelerando così rapidamente che ha superato la velocità media alla quale la maggior parte delle persone riesce ad assorbire tutti questi cambiamenti” scrive Thomas Friedman “quando il veloce diventa velocissimo, la lentezza all'adattamento ci rende lentissimi e disorientati”

I cambiamenti di cui siamo testimoni sono straordinari, le pubbliche opinioni, disorientate, reagiscono in modi fino a pochi anni fa impensabili, si stanno scardinando gli equilibri politici che hanno definito il mondo negli ultimi settant'anni, non sono state ancora trovate nuove coordinate alle quali ancorare analisi e previsioni.



Fonte: T. Friedman, Grazie per essere arrivato tardi, Mondadori 2017

Il 2018 è stato l'anno di cesura tra un decennio “anormale”, nel quale politiche monetarie non convenzionali si sono mischiate a sorprendenti metamorfosi delle preferenze politiche, e un tempo nuovo di ritorno alla normalità, tutto da scoprire. I cambi di scenari continuano a essere veloci, se si parla di rallentamento dell'espansione mondiale, in Europa tornano le paure della deflazione.

Il governo tedesco ha via via ridotto le stime: l'iniziale 2,3% è diventato 1,8%, poi un dimesso 1%, l'economia tedesca è molto al di sotto dei risultati dello scorso anno (+1,5%) e degli anni precedenti (+2,2%). In buona parte il rallentamento è riconducibile a fattori esterni (Trump e la Cina tra gli altri) e a fattori interni (l'adeguamento del settore auto ai nuovi standard di emissioni). In Germania si parla di rallentamento e non di recessione, sia pure tecnica, come accade invece dalle nostre parti; dopo quattordici trimestri, l'espansione ha virato verso il segno negativo, -0,1% e -0,2% rispettivamente il terzo e il quarto trimestre del 2018.



In Europa diminuiscono le aspettative di inflazione, evidenziate dai tassi di break-even dei bond inflation linked

In gennaio sono intervenute tre novità: è cambiata la sintassi della banca centrale americana che ha modificato le aspettative del mercato, la Banca Popolare Cinese ha ridotto i limiti delle riserve obbligatorie delle banche, incoraggiando le aspettative di stimoli all'economia, i mercati hanno corretto l'eccesso di reazione dei mesi precedenti.

Equipaggiati con buone dosi di mètis, i mercati si sono adattati prontamente al cambiamento, in gennaio l'indice delle borse mondiali, il MSCI World, ha avuto uno slancio del 7,8%, facendo giustizia dei magri mesi precedenti.

Abbiamo alle spalle un decennio straordinario, l'ottundimento del rischio ha favorito più o meno tutte le classi di attivo, secondo il vecchio adagio per cui la marea fa salire tutte le barche. Con il 2019 entriamo con decisione nella fase “post-massimi”, decelerazione del momentum e degli utili societari, rendimenti modesti e il ritorno della volatilità.

La mètis si alimenta anche di esperienza, guardiamo al passato allora.

Tra il 2013 e il 2017, l'indice S&P 500 ha realizzato una performance media annua di 14,2% con una volatilità di 14,4. Nel ben più lungo periodo tra il 1990 e il 2012, la performance media annua è stata di 10,2% con una volatilità di 20,4.

Niente di nuovo sotto il sole, direbbe il saggio Qoélet, si torna alla valutazione dei rischi come essi sono. Privato dell'adulterazione monetaria, il rischio torna a esigere la selezione attiva, la concentrazione delle performance non è del resto un fenomeno recente, dal 1926 metà del valore della borsa americana è riconducibile a 90 società.



Il rischio altro non è che la moneta che acquista il rendimento ma in tempi incerti l'esperienza suggerisce di preferire la sua mitigazione alla massimizzazione del rendimento. Il ritorno della volatilità viene efficacemente contrastato, nel medio lungo termine, con portafogli molto diversificati. La componente azionaria viene dunque accostata a strategie alfa a più bassa correlazione, strategie "alternative", obbligazioni "insurance-linked" o, più semplicemente, strategie multi-asset a bassa volatilità. La componente emergente resta un tassello necessario, soprattutto con il beneficio di un dollaro dai ridotti spazi di apprezzamento.

Le obbligazioni TIPS negli Stati Uniti prezzano l'inflazione a 1,8%, un buon livello di acquisto anche per coloro che non scommettono su una rapida ripartenza dell'inflazione americana. Specularmente, nell'Eurozona scende il break-even delle obbligazioni inflation-linked, restano poco interessanti le obbligazioni governative dei paesi 'core' ma c'è valore in quelle a medio-lungo termine dei paesi periferici, tenendo conto del rallentamento economico e dello spostamento in avanti del primo intervento sui tassi della banca centrale.

Il canto XXIII dell'Iliade vale la rilettura non tanto per la descrizione della corsa dei carri ma per come sono raccontati i protagonisti e i loro sentimenti. Alla premiazione, Menelao contesta ad Antiloco l'inganno e quest'ultimo lo sorprende perché non nega ciò che ha fatto e si rivolge all'avversario con parole nobili e concilianti. Verrà premiato non per la gara, vinta con l'astuzia, ma per la dimostrazione di lealtà.

La conclusione del canto suggerisce che non serve la vittoria per essere davvero vincenti, è infatti premiata la virtù dello sfortunato Eumelo, bravissimo auriga ma perdente, è premiata la virtù di Antiloco che ammette l'errore e si scusa con Menelao.

Allo stesso modo, la pianificazione finanziaria non viene premiata per la vittoria nella corsa con gli indici, ma per la virtù di aver preservato il patrimonio nel lungo periodo.



Gara dei carri (Anfora del 420 – 410 a. C., Museo Archeologico di Arezzo)

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.

Copyright © 2019 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



LA FUNZIONE SOCIALE DELLA CONSULENZA

La professione del consulente finanziario continua a crescere in complessità, la sua prossimità al risparmiatore ne accentua la funzione sociale

Il 5 febbraio scorso il mondo è entrato nell'anno del maiale, l'ultimo animale dello zodiaco cinese. Secondo la leggenda, lo zodiaco cinese venne originato da una gara tra animali, tutti volevano accompagnare nell'aldilà l'Imperatore di Giada in fin di vita. Vinse d'astuzia il topo, che salì sul bufalo e ne scese poco prima del traguardo, beffandolo.

Il maiale arrivò ultimo, il suo segno mette fine al ciclo di dodici anni, calcolato sulle fasi lunari. Caratteristica del segno del maiale è l'amabilità, se il 2019 si rivelerà un anno amabile lo scopriremo 'strada facendo'.



Lo zodiaco cinese è basato su cicli di dodici anni, a ogni anno è associato un animale

Ne ripareremo a dicembre, intanto annotiamo che l'ultimo anno del maiale è stato il 2007, "quando è cominciato tutto", potrebbe avvertire qualche scaramantico. Noi, che non crediamo nel potere degli astri, abbiamo buon gioco nel replicare che nel precedente anno del maiale, il 1995, il mercato azionario era in splendida forma e dodici anni prima, nel 1983, all'incirca a metà anno, dopo una performance spettacolare, Wall Street cominciò un movimento laterale preparatorio alla spettacolare salita degli anni successivi.

Possiamo dunque derubricare il precedente storico del 2007 all'ordine delle suggestioni astrologiche, ricordando anche il caro e vecchio Galbraith che le metteva sullo stesso piano delle previsioni economiche, "l'unico scopo delle previsioni economiche" diceva "è rendere rispettabile l'astrologia".

Le previsioni economiche non sono ammesse, noi di GAM lo abbiamo ricordato anche a Consulentia19, il convegno ANASF che si è svolto a Roma la settimana scorsa.

Altra cosa sono invece le previsioni demografiche che, basate su evidenze misurabili, sono divenute indispensabili, la demografia muove, l'economia segue.



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



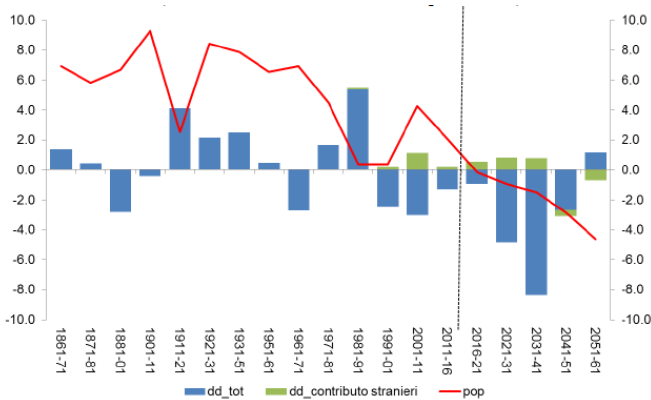
Consulentia19, alla tavola rotonda dedicata all'approccio "time resilient" hanno preso parte Ethenea, Fidelity e GAM Italia



Se i raffronti scaramantici con il passato non hanno alcun valore, sul futuro, grazie alla demografia, qualcosa di utile si può dire, la fenomenologia demografica ha capacità predittive puntuali perché derivano dal “processo di interazione tra fonti e metodologia”, hanno il pregio dell’esattezza.

Il prossimo anno del maiale sarà il 2031, anno in cui l’ISTAT prevede che l’età media della popolazione italiana sarà attorno a 48 anni, l’età del pensionamento sarà oltre i 68 anni, la fascia di popolazione di età compresa tra i 25 e i 54 anni avrà sei milioni di persone in meno.

Il dividendo demografico, ovvero la diminuzione del tasso di fertilità e aumento della parte di lavoratori attivi sul totale della popolazione, già negativo, toccherà il minimo a -8%.



“Il ‘demographic dividend’ risulterebbe per l’Italia decisamente negativo nei prossimi quattro decenni, con un minimo di -8% nel 2031-41, per poi tornare positivo nel 2051-61”. Fonte: “Il contributo della demografia alla crescita economica”. F. Barbiellini Amidei, M. Gomellini, P. Piselli, Banca d’Italia, marzo 2018.

In parole semplici, nel 2031 il saldo tra persone che usciranno dal lavoro e popolazione attiva sarà negativo.

L’argomento della pianificazione finanziaria familiare, con particolare riguardo alla qualità della vita una volta terminata la fase attiva del lavoro, è già oggi, dunque, quanto mai urgente, il 2031 non è un futuro remoto, sarà tra appena dodici anni, gli stessi che ci separano dal 2007, ancora così vivido nella memoria.

Anche su questo aspetto si gioca la funzione sociale del consulente finanziario, lo ha ricordato a Consulentia Maurizio Bufi, presidente dell’ANASF, l’Associazione dei Consulenti Finanziari.

Il risparmio è uno degli elementi di forza di questo paese, ne deriva che la consulenza finanziaria ha davvero una responsabilità sociale visto che il consulente è la figura professionale più prossima al risparmiatore.

La dimensione sociale della consulenza si gioca nel tener conto dell’intero ciclo di vita del risparmiatore-cliente, nella gestione delle sue emozioni, nella pianificazione degli obiettivi familiari nel lungo termine. Nello stesso tempo la responsabilità del consulente si specchia in quella, speculare, del risparmiatore. Il tango si balla in due, anche il risparmiatore deve fare la sua parte.

La campana della demografia, come quella di Hemingway, suona per tutti. Abbiamo tutti il dovere di pensare e pianificare la qualità della vita una volta terminata l’attività lavorativa. La responsabilità del risparmiatore è duplice, deve aver fiducia nel proprio consulente, deve educarsi a quella che il professor Paolo Legrenzi definisce una “fede laica”, non deve cioè credere solo in ciò che egli vede o sente ma deve imparare a fidarsi di ciò che gli “dicono gli esperti, che parlano di cose che non possiamo né vedere con i nostri occhi né toccare con le nostre mani” (P. Legrenzi, I soldi in testa nr. 302, 31.1.2019).

Rimanendo in tema di calendari, ricorrenze e previsioni economiche, esattamente diciannove anni fa, il 10 febbraio 2000, Martin Baily, consigliere economico del presidente Bill Clinton, dichiarò che i fondamentali dell’economia americana erano molto buoni e aggiunse “finché manteniamo politiche solide, non ci sono ragioni per cui l’espansione economica in atto non possa proseguire indefinitamente”. Quando Bailey pronunciò queste improvide parole, l’espansione economica era in corso da 107 mesi, si sarebbe esaurita da lì a poco e la recessione avrebbe segnato i due anni successivi.

“Nessuna previsione ma fedeltà a un metodo di investimento”, abbiamo ribadito a Consulentia, “la preservazione del capitale diventa più importante della massimizzazione del rendimento”.

In questo inizio d’anno non c’è stata solo l’inversione del linguaggio della Federal Reserve, le diverse aspettative sui tassi negli Stati Uniti vanno di concerto con il ritorno della paura della deflazione in Europa, misurata dal livello dei tassi di break-even dei titoli ancorati all’inflazione.



Fonte: Bloomberg



Nessuna previsione ma cautela sì, la costruzione del portafoglio diventa fondamentale. L'asset allocation e l'attenzione alle correlazioni tra le diverse asset class saranno magari meno seducenti dello stock picking, che tanta soddisfazione ha dato negli anni scorsi, ma molto più rilevanti in un contesto di rendimenti contenuti, dispersi e più volatili.

Strategie non direzionali, premi al rischio alternativi, strategie multi-asset a bassa volatilità per migliorare il profilo rischio-rendimento della componente più stabile del portafoglio, tutti strumenti utili a contrastare, per quanto possibile, i rischi di drawdown.

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.



IL PENSIERO LATERALE

Per il risparmiatore non è difficile esercitarsi al pensiero laterale, gli basterebbe integrare il pensiero tradizionale con lo speciale “lateral thinking” della gestione del risparmio, ovvero il “long-term thinking”

Il modo di pensare che impariamo a scuola, quello più familiare, è analitico, sequenziale. Siamo abituati sin da piccoli ad affrontare i problemi cercandone la soluzione all'interno di un insieme di regole. E' un modo di pensare che definiamo verticale perché va nella profondità delle questioni e le incastona in un contesto di razionalità. Un approccio al sapere, e alla vita, che però Edward De Bono, psicologo e filosofo, definisce “efficace ma incompleto”, il pensiero verticale va aiutato e integrato con il pensiero creativo. De Bono è l'ideatore del pensiero laterale, processo mentale che utilizza in modo creativo tutte le informazioni disponibili.

L'approccio ai problemi del pensiero laterale comincia il più delle volte con la domanda “come sarebbe se ...?”, una specie di stretching mentale che costringe a guardare meglio negli angoli delle soluzioni periferiche, originali, alle quali non si pensa immediatamente, o che addirittura il pensiero convenzionale scarterebbe.

Come dice lo stesso De Bono, nel pensiero verticale ciò che importa è la precisione, nel pensiero laterale ciò che conta è la varietà; il pensiero verticale sceglie un percorso e ne scarta altri, il pensiero laterale non seleziona, si apre ad altri possibili percorsi mentali.

Qualche esempio pratico fa giustizia di tante parole.

In un meeting, il management di una società di prodotti di consumo deve decidere come aumentare le vendite del sapone da doccia. Qualcuno propone di applicare sconti, qualcun altro di ingrandire la confezione a parità di prezzo. Ma qualcuno se ne esce con l'intuizione laterale, “facciamo un buco più grande”. Una genialata, il buco più grande fa consumare il prodotto in minor tempo, la sostituzione è più frequente.

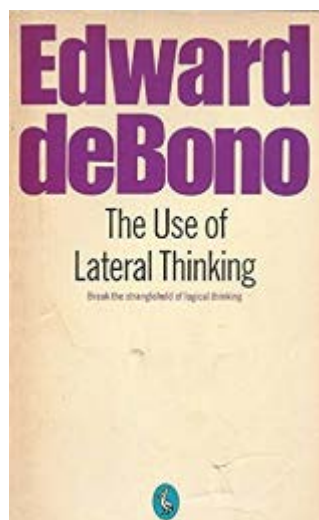
Un altro esempio di pensiero laterale: per facilitare la rotazione delle auto in sosta breve nel centro città, un'amministrazione comunale obbliga gli automobilisti a sostare tenendo accesi i fari dell'auto, un sistema decisamente più efficace del parchimetro.

A differenza dei manager alle prese con il sapone da doccia, il risparmiatore è più fortunato, non deve fare troppo stretching mentale per trovare nel pensiero laterale soluzioni innovative. All'investitore è sufficiente, e sarebbe già molto, integrare il pensiero tradizionale con uno specialissimo “lateral thinking” che, quando si tratta di risparmio, altro non è che “long-term thinking”, concetto che si può tradurre in “capacità di visione”. Campioni del long-term thinking sono certamente Steve Jobs e Elon Musk, imprenditori visionari che hanno vinto spostando in avanti nel tempo la competizione.

Nell'attimo fuggente, il professor Keating esorta i ragazzi a pensare in modo creativo, a esercitarsi a guardare alla realtà con punti di vista diversi, anche salendo in piedi sul banco.



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





Se il risparmiatore restasse seduto al banco, continuerebbe a vedere la borsa tedesca come la peggiore in Europa nel 2018, e potrebbe pensare che non vale la pena correre il rischio azionario. Ma se salisse in piedi sul banco, come i ragazzi del film, si accorgerebbe che la peggior borsa europea del 2018 è la stessa borsa che ha realizzato il miglior risultato del decennio.

Come il "lateral thinking", anche il "long-term thinking" richiede esercizio, applicazione, fedeltà al metodo. Non è semplice né scontato valutare un anno come il 2018 con un'indifferente alzata di spalle.

Il disappunto, l'amezza, sono emozioni naturali e comprensibili, ma è in anni così particolari che la fedeltà al metodo e la capacità di ragionare nel lungo termine, l'unico orizzonte di tempo nel quale si dispiega la pianificazione finanziaria, diventano indispensabili.

Ora mettiamo insieme un po' di fatti e poi osserviamoli stando in piedi sul banco.

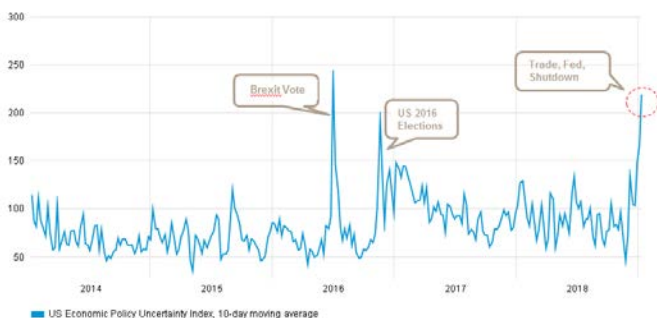
Nelle ultime settimane, L'Alpha e il Beta lo ha ricordato spesso, i rischi politici sono tornati con forme diverse a esercitare la loro influenza sui mercati: le guerre tariffarie e le loro ricadute sulle catene globali del valore, i fragili equilibri in Europa dove Brexit si intreccia con le elezioni e il rallentamento economico, i focolai di tensione in Corea del Nord, Siria e Iran, Nord Africa che insidiano gli stessi rapporti diplomatici tra paesi storicamente vicini.

La politica monetaria resta ancora decisiva dopo dieci anni, quando le banche centrali smisero di fare un "lavoro noioso", come dice Mervyn King, e presero saldamente il volante dell'economia globale. Il cambio del registro comunicativo della Federal Reserve è stato salutato con entusiasmo, le condizioni del mercato del lavoro sono tirate, le valutazioni azionarie elevate ma, d'altro canto, i segnali dal mercato immobiliare sono negativi. Dall'inizio della crisi i prezzi delle case hanno continuato a diminuire fino al 2012, poi la crescente occupazione e i tassi ai minimi storici hanno favorito la ripresa ma nel 2018 anche il mercato immobiliare, come tutto il resto, ha invertito la direzione e l'indice Dow Jones delle costruzioni è sceso di oltre il 30% dai massimi.

Poi ci sono i rischi di recessione. Naturalmente rallentamento non è sinonimo di recessione (lasciamo da parte l'Italia dove il rischio politico assume singolari contorni), altro è descrivere una nuova fase del ciclo, quella che appunto segue i massimi, altro è decretarne la fine.

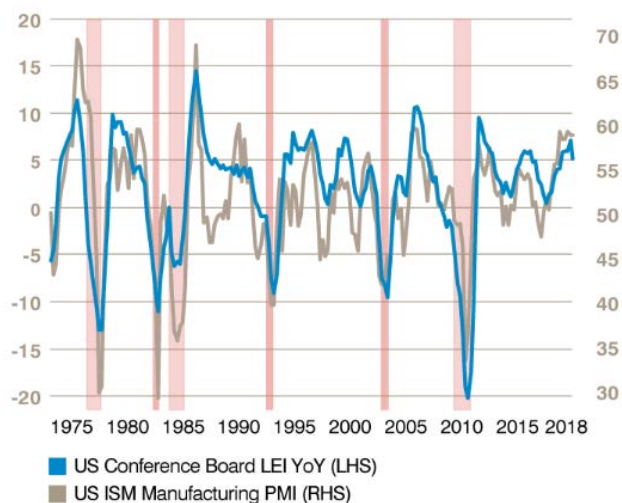
Quando i rendimenti a lungo termine sono prossimi o addirittura inferiori a quelli a breve, il mercato sta segnalando qualcosa, meglio stare all'erta ma la curva dei rendimenti non è l'unico elemento da tenere d'occhio per individuare il momento di inversione del ciclo economico. Gli indici ISM, manifatturiero e dei servizi, sono alti. I cicli si esauriscono per qualche intervento esterno, ad esempio un inasprimento della politica monetaria. Portava in questa direzione il rigore dei commenti di Powell in fine anno, orientati soprattutto all'inflazione, prestamente stemperati in gennaio. Powell è ben consapevole, lo aveva anticipato nel suo intervento a Jackson Hole, che un mercato finanziario debole può a sua volta indebolire il ciclo economico, probabilmente questa consapevolezza lo ha indotto al cambio di registro.

Negli ultimi settant'anni, il sessanta per cento delle maggiori correzioni della borsa americana non ha preceduto una recessione. Atteniamoci ai dati, è ragionevole attendersi il rallentamento della crescita globale ma non tale da far mancare il supporto agli utili aziendali, sia pure in misura inferiore a quella dello scorso anno.



Fonte: Bloomberg, GAM





Altri indicatori da tenere d'occhio per la recessione negli Stati Uniti. Fonte: Bloomberg, GAM.

I mercati stanno prezzando forse eccessivamente il rischio recessione che, nel mondo reale, non è ancora nelle evidenze dei dati economici.

Nel probabile scenario di rendimenti contenuti e più frequenti episodi di volatilità, l'asset allocation diventa decisiva per la minimizzazione dei possibili drawdown, l'enfasi si sposta all'analisi della volatilità e delle correlazioni tra le classi di attivo. L'approccio della preservazione del capitale, del "primo non prenderle", è meno eccitante della ricerca di massimizzazione dei risultati con marcate esposizioni azionarie, gli obiettivi sono più modesti ma se rallentamento non significa recessione, cautela non fa rima con liquidità.

Nei nostri portafogli bilanciati flessibili abbiamo diminuito, non smontato, l'esposizione azionaria, e l'abbiamo affiancata con strumenti che ne attutiscono il profilo rischio-rendimento. Strumenti di investimento non tradizionali come ad esempio le obbligazioni legate alle assicurazioni (Cat Bonds), cartolarizzazioni ipotecarie (MBS) o obbligazioni subordinate di emittenti di elevata qualità.

Il lungo termine rende giustizia agli investimenti finanziari e punisce senza appello i detentori di liquidità, la peggior forma di conservazione del risparmio che, nel tempo, non remunera e perde di valore.

Parleremo di tutto questo nella nostra tavola rotonda di mercoledì 6 febbraio, a Consulentia19, vediamo di vederci!

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.



“IL TEMPO È TUO AMICO”

Dieci anni di mercati positivi hanno favorito la narrazione che la gestione passiva sia preferibile a quella attiva. Polarizzazione ideologica non più adatta a questi mercati

In un'azienda americana a elevata intensità tecnologica, sono stati installati nei vari locali e corridoi centinaia di micro-sensori. Registrano gli spostamenti delle persone, quali sale riunioni sono più utilizzate, quante persone vi si incontrano e cose così, le informazioni registrate danno indicazioni su come migliorare gli spazi di lavoro. I sensori collocati negli spazi della caffetteria hanno ad esempio registrato il curioso fenomeno di lunghe code in inizio mattina. Per snellire il momento di picco e servire più velocemente il caffè, la direzione ha assunto un barista part-time.

Due giorni dopo, Jason Zweig del Wall Street Journal riprendeva questa notizia e la commentava collegandola alla scomparsa di Jack Bogle: “è per notizie come queste che al mondo ci vorrebbero più Jack Bogle”.



“Se l'idea di perdere il 20% nel mercato azionario ti spaventa, non devi investire in azioni” John Clifton “Jack” Bogle, 1929-2019

L'intelligenza e la visione di John C. Bogle, uno dei grandi protagonisti della storia dell'asset management, giganteggiano sul management di quella società, ci volevano sensori e intelligenza artificiale, suggerisce Zweig, per capire che alla mattina si creano code per il caffè!

Visionario di grande talento, Bogle fu un uomo tenace e coraggioso nel difendere la sua intuizione di fondi di investimento indicizzati, la replica passiva di un indice era una novità incomprensibile, un'idea stramba quella di fondi che costavano meno ma che neppure ci provavano a fare meglio del mercato. I consulenti la liquidavano come un non-sense, quei pochi che avevano la pazienza di approfondire li consideravano di “serie B”, esplicitamente non performanti, come avrebbero potuto spiegare ai clienti una scelta rinunciataria già in partenza?

Con una dotazione modesta, undici milioni di dollari, nell'agosto del 1976 Bogle lanciò il primo fondo indicizzato alla borsa americana. L'idea gli era venuta dalla lettura di un articolo di Paul Samuelson pubblicato due anni prima sul Journal of Portfolio Management. In tre semplici pagine il premio Nobel metteva in dubbio l'efficacia della lotta che i gestori ingaggiavano con gli indici, “forse gestori capaci di battere il mercato in modo regolare esistono davvero” scriveva Samuelson “la logica suggerisce che esistano; ma si nascondono eccezionalmente bene”.

La semplicità, l'economicità e, diciamo, un decennio di mercati favorevoli, hanno decretato il successo dei fondi passivi. “Era una crociata” avrebbe detto Bogle molti anni dopo “se credi davvero in qualcosa, devi diventare un predicatore”. Quegli undici milioni di dollari di quaranta anni fa e rotti sono arrivati a sfiorare i dieci trilioni di dollari, i primi dieci maggiori fondi azionari del mondo sono passivi.



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





L'universo degli strumenti indicizzati si avvicina globalmente ai 10 trilioni di dollari. Fonte FT, 20 dic 2018.

Il concetto alla base della replica di un indice è intuitivo: la totalità degli investitori non può battere il mercato perché sono essi stessi il mercato. Eppure si tende a dimenticare che sono proprio i gestori attivi con le loro scelte ad abbattere le inefficienze.

Le dimensioni raggiunte dai fondi passivi e dagli ETF, la loro concentrazione in pochissimi gruppi, rischiano di alterare il mercato, "too big to trail", si potrebbe dire. Lo stesso Bogle era preoccupato per le dimensioni e la concentrazione del mercato. "Se questo storico trend continuasse" diceva appena pochi mesi fa, "un gruppetto di grandi investitori istituzionali potrebbe un giorno detenere il controllo di pressoché tutte le maggiori società americane".

Bogle sapeva cosa significa il controllo societario in mano a gestori passivi che, a differenza dei colleghi attivi, sono poco interessati a spronare le società a cambiare o migliorare le loro strategie poiché i risultati delle singole società non influenzano la performance.

Nel 2005 un entusiasta Paul Samuelson paragonò l'approccio passivo "all'invenzione della ruota, dell'alfabeto, dei caratteri di stampa di Gutenberg, del vino e del formaggio".

Per il professore, che al MIT aveva l'ufficio contiguo a quelli di Franco Modigliani e Robert Solow (inarrivabile concentrazione di Nobel per metro quadro), la bontà delle strategie passive è paragonabile a quella del vino e del formaggio.

Vino e formaggio completano e valorizzano la cena, ma non la fanno. Fuor di metafora, l'ecosistema è profondamente cambiato e nonostante gli scenari siano sempre diversi, non cambiano le regole, la differenziazione fa sempre la differenza.

Nel 1979 il settimanale Businessweek dedicò la copertina alla scomparsa delle azioni. La grande inflazione degli anni '70 aveva schiacciato il rendimento medio annuo a meno del 6%, mentre il rendimento delle obbligazioni di alta qualità viaggiava intorno all'11%. Il settimanale americano raccontava che alcuni investitori istituzionali avevano deciso di sostituire parte dell'esposizione azionaria con investimenti non tradizionali, metalli preziosi o oggetti d'arte, più resistenti all'inflazione.



Nell'ultimo decennio si è formata una nuova narrazione, che la gestione passiva sia preferibile a quella attiva, punto. Nel 2017, con un mercato da anni positivo, qualcuno aveva addirittura immaginato la scomparsa della gestione attiva. Una rappresentazione fuorviante che non considera la variabile del tempo e se non si tiene conto della ciclicità dei fenomeni finanziari si rischiano affermazioni dogmatiche e altrettanto fallaci. La notizia della scomparsa della gestione attiva è fortemente esagerata avrebbe detto Mark Twain, proprio come si rivelò del tutto sbagliata la copertina di Businessweek che non aveva tenuto conto della ciclicità del fenomeno dell'inflazione, debellato nel decennio seguente.



Mercati positivi dal 2009 hanno favorito le strategie passive ma il 2018 ha già registrato punti di svolta da tenere d'occhio. La polarizzazione pregiudiziale tra strategie passive e attive rischia di danneggiare portafogli costruiti sul dogma e non sull'approccio sperimentale che, semmai, suggerisce entrambi gli approcci nel medesimo portafoglio.



Vincenzo Campi, Mangiatori di ricotta (1580). Il 15 novembre 2005 parlando alla Boston Security Analysts Society, Paul Samuelson paragonò l'intuizione dei fondi passivi all'invenzione "della ruota, della stampa, del vino e del formaggio"

Nella sua "lista dei desideri per il 2019", Larry Hatheway di GAM si augura che "investitori, asset manager, giornalisti ed esperti di mercato lascino perdere il logoro dibattito di 'attivo vs. passivo' e ammettano che quando si tratta delle decisioni di investimento più importanti, siamo tutti attivi".

Se siamo d'accordo che nella costruzione del portafoglio l'asset allocation strategica sia la prima e più importante decisione, quali siano i singoli mattoni che la compongono, se attivi o indicizzati, appartiene alle decisioni di secondo ordine.

Mercati efficienti possono essere rappresentati anche da strumenti indicizzati, ma su classi di attivo meno liquide e più complesse, ad esempio le obbligazioni societarie sia IG che High Yield, è preferibile un approccio attivo.

"Non cercare l'ago nel pagliaio, compra l'intero pagliaio" è uno dei celebri motti di Bogle che esalta il valore della diversificazione, ma i pagliai sono molto cambiati, i rendimenti si sono strutturalmente abbassati e con l'aumento della volatilità tendono a disperdersi nella scala e concentrarsi nel numero di titoli. Nel "momento emotivo" di questo avvio d'anno i mercati si fanno più volatili, più indecisi nella direzione da prendere. E' bene che i portafogli approfittino dei benefici dei beta di mercato come degli alpha idiosincratici della gestione attiva e degli strumenti flessibili. Mercati privi di direzione non sono promettenti in sé, sono promettenti i "winner" che i gestori attivi cercano di individuare.

"Il tempo è tuo amico, il tuo nemico l'impeto" scriveva Bogle nel suo libro opportunamente intitolato "The clash of cultures: investments vs. speculation", in effetti il tempo è la grande variabile che divide due mondi opposti e inconciliabili, quello dell'investimento e quello della speculazione.

I grandi investitori sono stati, e sono, profondamente convinti dell'importanza della pazienza, dei tempi lunghi che alla fine hanno ragione dell'emotività. Un convincimento talmente radicato che molti di loro hanno messo in pratica alla lettera: Bogle ci ha lasciato a quasi 90 anni, Philip Fisher, padre dell'investimento "growth", morì a 97 anni, Irving Kahn, che fu assistente di Graham e grande investitore lui stesso, morì a 110 anni, lo stesso Graham scomparve a 82 anni.

D'accordo, correlazione non significa causazione, però, per non sbagliare, sembra raccomandabile credere nelle virtù dell'investimento nel lungo termine!

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.



PLUS ÇA CHANGE, PLUS C'EST LA MEME CHOSE

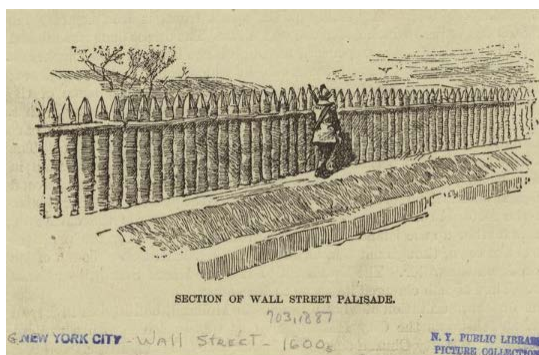
La storia evolve sempre diversa eppure sempre uguale nelle sue invarianti, il nuovo anno ci riserverà novità e sorprese ma il fardello di incertezza è il medesimo di sempre.

Digitalizzazione, Nostalgia, Semplicità le parole del 2019

Nel XVII secolo, per difendere la città dagli attacchi degli indiani, gli olandesi di New Amsterdam costruirono nell'estremità meridionale di Manhattan una robusta palizzata di legno. Fu quasi naturale che la strada lungo il muro di legno prendesse il nome di Waal Straat.

Il nesso tra la strada del muro e la finanza si creò circa un secolo dopo, quando i primi broker presero l'abitudine di incontrarsi sotto il platano di Wall Street, e nel frattempo New Amsterdam era stata ceduta agli inglesi che l'avevano ribattezzata New York.

Il platano era la borsa dell'epoca, chiunque volesse acquistare o vendere attività finanziarie sapeva di doversi recare lì e seguire alcune semplici regole. Quelle prime regole vennero poi raccolte e codificate in un regolamento che ventiquattro broker sottoscrissero sotto l'albero nel 1792. Il "Buttonwood Agreement", l'accordo del platano, è considerato l'atto fondativo della Borsa di New York. Con il tempo i broker si spostarono in un vicino caffè poi, sempre a Wall Street, attrezzarono i primi locali. Naturalmente evolveva anche il business, non passò molto tempo e all'attività di brokeraggio si aggiunse quella della profezia che quasi subito prese il sopravvento. Le previsioni dei movimenti futuri dei titoli sono antiche quanto il mercato stesso.



Waal Straat, la strada lungo la palizzata di legno a New Amsterdam, sec. XVII

Nelle scorse settimane, puntuali come le catene di auguri di sconosciuti e i buoni propositi, sono arrivate le previsioni economiche del nuovo anno. "Nessun croupier si sogna di prevedere dove si fermerà la pallina" scriveva un arguto operatore degli anni '30 "il suo lavoro è controllare la regolarità delle scommesse e saldare le poste, eppure è difficile trovare a Wall Street qualcuno che si limiti a fare il croupier".

A nulla valgono ragione ed esperienza che ammoniscono come le previsioni si frangeranno contro gli scogli dell'imprevedibile. Non vale neppure la memoria recente di un anno finanziario che si è concluso, diciamolo in modo neutrale, in modi diversi da quelli immaginati dodici mesi fa.



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

L'esigenza, ma sarebbe meglio dire l'illusione, di esercitare qualche forma di controllo sul nostro destino è insopprimibile, "che il futuro finanziario non sia prevedibile è un'idea talmente sgradevole che non trova spazio nella coscienza degli operatori di Wall Street" scrive Fred Schwed.

Si può affermare con una certa sicurezza che una palla da golf, o un ascensore, "andranno su" per un certo intervallo di tempo, il loro movimento è condizionato dall'inerzia del tiro o dalla meccanica degli ingranaggi. Ma diventa un'affermazione azzardata quando si tratta di mercati che, certo, possono "andare su" anche per un considerevole arco di tempo, ma poiché non rispondono alle leggi di Newton, possono smettere di farlo in qualsiasi momento, per qualsiasi ragione. Ciò nonostante, quasi nessuno acquista un titolo rischioso se qualcuno non lo rassicura che "il mercato andrà su". E' quasi impossibile per gli operatori limitarsi a fare i croupier perché investitori e risparmiatori continuano a cercare rassicurazioni su ciò che accadrà al loro denaro, vogliono sapere su quale titolo o strumento di investimento si fermerà la pallina.

Come si comporteranno i mercati nel 2019? La risposta più onesta, e nello stesso tempo la più difficile, è "non lo so". Ma tra lo scansare vacui esercizi di previsione e abbandonarsi al più totale fatalismo c'è la via intermedia dell'analisi delle principali variabili, economiche e politiche, che condizioneranno il prossimo futuro.

Per il nuovo anno L'Alpha e il Beta suggerisce tre parole.

Digitalizzazione

Siamo a un crocevia storico, a un cambio di paradigma. Dalla prima Rivoluzione Industriale la tecnologia ha sempre trasformato ciò che è "attorno" all'uomo, ad esempio l'ambiente o le relazioni, ora la tecnologia trasforma l'uomo, la sua psiche e la sua biologia. Nel 2018 hanno fatto enormi passi avanti l'intelligenza artificiale, il cloud-based computing, l'internet delle cose. Nel 2019 la ricerca nell'intelligenza artificiale continuerà a progredire, la nuova frontiera sarà mettere in dialogo tra loro sistemi evoluti. Se le valute digitali sono (probabilmente) condannate all'estinzione, la tecnologia che le ha generate è destinata a rimanere. Le blockchain sono un potente strumento di tutela di dati e di processi, definitivo nell'era della normativa GDPR, tutela della privacy delle persone. Crescono le potenzialità della tecnologia digitale, si amplificano le minacce alla sicurezza, acquista plastica sostanza la frase di Ulrich Beck "viviamo la società del rischio": stanno divenendo possibili disruption politiche prima impensabili, il controllo digitale dei cittadini, campagne di disinformazione iper-personalizzate per orientare le pubbliche opinioni. L'episodio di furto e divulgazione di dati personali sensibili, accaduto in Germania nei primi giorni dell'anno, è un sonoro promemoria dell'urgenza con cui va affrontata la questione della sicurezza digitale, priorità delle agende governative del 2019. Non si tratta solo di cybercrime, anche le ostilità tra paesi possono assumere forme diverse, non sanguinose ma non per questo meno minacciose.

L'evoluzione di tecnologie innovative e "disruptive" non è mai stata così forte e sostenuta, la digitalizzazione sarà il grande tema del 2019 e degli anni a venire, l'alternativa digitale a molte attività umane costituisce la nuova frontiera e sarà interessante riconoscere quelle società che prima e meglio di altre sapranno gestire la sfida e la transizione. Occasione di ricerca di "alpha" trasversale a tutti i settori, health-care, lusso e consumi, servizi. Le enormi potenzialità del progresso digitale superano naturalmente le fasi di borsa che hanno recentemente travolto anche il comparto tecnologico che, semmai, si ripresenta con multipli tornati di interesse. "Greedy when others are fearful" insegna Warren Buffett, è sempre difficile individuare i punti di minimo del mercato ma il profilo rischio rendimento del settore si presenta decisamente favorevole nelle prospettive di lungo termine.

Nostalgia

La cifra del 2019 sarà il rischio politico, nostalgia la sua parola chiave.

L'emozione della nostalgia, spiegano gli psicologi, sostiene e rinforza il senso esistenziale, rende riflessivi, è incoraggiamento alla ricerca di contatti sociali. Un sentimento che si trasforma in efficace strumento di confronto politico nelle mani di chi sa utilizzarlo. Di fronte al senso di declino, vero o percepito, o nel timore di un futuro minaccioso, la nostalgia trascolora nella mitizzazione del passato, la memoria amplifica i ricordi delle antiche glorie nazionali. Coloro che sanno fare leva su questa emozione hanno già vinto due terzi della posta. Trump e Xi Jinping sono tra loro diversissimi eppure hanno entrambi promesso di rendere di nuovo grandi i loro paesi. Narendra Modi porta avanti il suo programma di riforme facendo leva sui sentimenti religiosi e nazionalisti del popolo indiano, fanno parimenti leva sulla nostalgia Obrador in Messico, Kaczynky in Polonia e Orban in Ungheria. Per i Brexiter inglesi lasciare l'Unione Europea significa riportare il loro paese ai fasti della potenza globale dei tempi di "Rule Britannia!", l'ostilità alla moneta comune di tanti movimenti e partiti europei vagheggia un ritorno alla sovranità delle valute nazionali. Prima dell'euro, andrebbe ricordato più spesso, la politica monetaria europea la dettava in realtà la Bundesbank, le sue decisioni sui tassi erano prontamente seguite dalle mosse analoghe delle altre principali banche centrali del Continente. Per qualsiasi comunità la memoria storica è un patrimonio da custodire, la nostalgia è però un sentimento diverso, è l'angelo della Storia di Klee che, nelle parole di Walter Benjamin, "ha il viso rivolto al passato".





“Angelus Novus” Paul Klee 1920. Il dipinto ha ispirato il filosofo Walter Benjamin nelle sue Tesi di filosofia della storia, per Benjamin l'unica redenzione possibile alle tragedie dell'umanità è offerta dalla memoria.

L'urgenza di “riprendere il controllo” sarà il motore del sentimento politico del prossimo futuro e per questo, scrive l'Economist, la nostalgia diventa un pericolo, il vecchio motto di Margaret Thatcher, “la società non esiste”, ha portato all'atomizzazione della società, alla frantumazione dei corpi intermedi che avevano il compito di canalizzare e organizzare il disagio. L'imprevedibilità della politica sarà fonte di instabilità e incertezza, nessuno ad esempio aveva previsto che in Francia il disagio sociale sarebbe esploso così bruscamente, in modi così violenti.

Due eventi politici potenzialmente “disruptive” si verificheranno entrambi in Europa nei prossimi mesi.

Dal 23 al 26 maggio i cittadini europei voteranno per il rinnovo del parlamento. Un appuntamento più importante del solito perché potrebbe uscirne alterato il processo di integrazione, con conseguenze negative su dossier come quello, per l'Italia importantissimo, dell'integrazione bancaria.

Nella storia inglese il 2019 sarà ricordato come il 1997, quando Hong Kong venne riconsegnata alla Cina. Qualunque sia l'esito dei negoziati, e soprattutto qualunque sia il risultato del voto nel parlamento inglese da qui a pochi giorni, il referendum ha cancellato oltre quattro decenni di cooperazione, la Gran Bretagna e l'Europa si apprestano a superare una nuova ansa della storia senza avere idea di ciò che essa nasconda.

Semplicità

Per gli investitori, il 2018 è stato l'anno peggiore del decennio. Non si è salvato quasi nulla, ha vinto la liquidità, la “non-scelta” di investimento opposta a tutte le altre scelte, negazione non solo della gestione del risparmio ma dello stesso concetto di capitale “movimentato”, il capitale “agito” di cui parla Bernardino da Feltre, il denaro investito nel ciclo del reddito. Ma il successo della liquidità, esca che attrae il risparmiatore nella trappola del breve termine, è effimero, i sostenitori della presunta supremazia della liquidità non fanno i conti con il tempo, l'altro pilastro che regge l'attività di gestione del denaro. Nel 2018 la peggiore borsa europea è stata quella di Francoforte, indebolita dai titoli finanziari e dal settore auto, vulnerabile alle minacce tariffarie d'oltre oceano. Se però alziamo lo sguardo, la peggiore borsa europea del 2018 è anche la borsa che ha più che duplicato il proprio valore nel decennio, la migliore in Europa con +112%, sostenuta dalla formidabile crescita economica della Germania. Chi avesse acquistato l'indice tedesco dieci anni fa oggi guarderebbe al -18% dello scorso anno con animo decisamente diverso.

Lo scenario è di difficile lettura agli stessi analisti politici, figuriamoci se possiamo trarne indicazioni di scelte finanziarie, ma uno scenario complesso non comporta necessariamente strategie complesse. La semplicità fa premio sulla complessità, non cede alla tentazione di prevedere ciò che c'è dietro l'angolo, guarda piuttosto alla prospettiva di lungo termine.

Il picco massimo della crescita è alle spalle, i rischi politici si affiancano a utili in graduale decelerazione, una miscela che ha sempre annunciato mercati movimentati. I molti possibili esiti delle molte variabili fanno sì che nel 2019 peseranno più che in passato le scelte di asset allocation strategica, ovvero l'orientamento delle scelte nel lungo periodo. Tornare alla semplicità significa che investitori, consulenti e gestori dovranno ragionare sulla relazione tra rendimenti, volatilità e correlazioni, “gli ingredienti principali della costruzione dei portafogli” scrive Larry Hatheway, capo economista del Gruppo GAM.





Gianfranco Livraghi (1927-2014) "Innamorarsi della semplicità è un'esperienza affascinante, è uno dei modi più efficaci per coltivare l'intelligenza, migliorare la nostra vita e quella degli altri"

Il giornalista francese Alphonse Karr scelse per il suo giornale Les Guepes, nel 1849, l'epigramma "plus ça change, plus c'est la meme chose". E' così, la storia evolve sempre diversa eppure sempre uguale nelle sue invarianti, il nuovo anno ci riserverà novità e sorprese ma il fardello di incertezza è il medesimo di sempre.

In un'altra occasione Alphonse Karr scrisse che "di tutti i mali, l'incertezza è il peggiore, fino a quando la realtà ci fa rimpiangere l'incertezza". Non mancheranno argomenti sui quali tornare nelle prossime settimane, le sorprese dell'amministrazione americana, il comportamento della Federal Reserve, la qualità della crescita globale, la politica in Europa oppure la vulnerabilità dei portafogli tradizionali.

Non perdiamoci di vista, auguri di buon 2019 a tutte e a tutti!

Rallentamento dell'attività economica non significa recessione, i segnali in questo senso della struttura dei rendimenti americana sono spesso erroneamente amplificati, la richiesta di titoli "risk-free" è dettata anche da fattori esogeni al ciclo economico. Altri indicatori non mostrano l'imminenza di un'inversione del ciclo economico negli Stati Uniti, gli indici ISM, manifatturiero e dei servizi, sono a livelli storicamente alti, le paghe orarie crescono e sostengono i consumi. Certo, non mancano elementi di debolezza: il picco della crescita alle spalle, la debolezza dell'economia europea, il rallentamento della Cina, le difficoltà delle economie emergenti. "Se le probabilità di una recessione nel 2019 restano contenute" scrive Larry Hatheway "non lo sono altrettanto le probabilità che gli utili societari siano insoddisfacenti". Negli Stati Uniti gli utili avranno termini di confronto sfidanti visto la loro crescita di oltre il 20% nel 2018, "rendimenti modesti saranno accompagnati da performance di mercato frastagliate e gli andamenti delle borse avranno percorsi seghettati, episodi di volatilità si presenteranno con maggior frequenza".

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.



STORIA DI UN SOGNO



Nell'esperienza industriale dell'Olivetti di Camillo e Adriano, la traccia modernissima di un sentiero di crescita sostenibile, di relazioni industriali non conflittuali

“Fa’ quello che ti pare, ma non licenziare nessuno perché la disoccupazione involontaria è il male più terribile che possa capitare ad un essere umano”.

Con queste parole Camillo Olivetti passava le consegne della guida dell'azienda al figlio Adriano. Fino all'ultimo il vecchio Camillo conservò la passione socialista, quella che lo aveva spinto, il giorno del suo fidanzamento con la futura moglie Luisa Revel, a salutare tutti e prendere il treno per Milano, la gente aveva cominciato a scendere in piazza e protestava per il costo del pane. Il giovane ingegnere pensava che quei moti sarebbero stati l'inizio della rivoluzione e non voleva mancare l'appuntamento con la Storia.

Ma la rivoluzione non ci fu. Le proteste milanesi del maggio 1898 furono brutalmente stroncate dall'esercito agli ordini del generale Bava Beccaris. “Il risultato furono 500 ammazzati e migliaia di anni di galera distribuiti, quella volta io la scampai bella!” scriverà anni dopo Camillo alla moglie.



Scontri tra manifestanti e esercito a Milano, dipinto di Achille Beltrame

Il giovane Olivetti era “stimato per il suo carattere dolce, per la sua buona educazione e per la sua intelligenza”, così rispondeva il Sottoprefetto di Ivrea a una lettera scritta dallo stesso Bava Beccaris, forse stupito che tra gli arrestati, mescolato con la moltitudine di persone semplici, ci fosse un giovane borghese, per giunta con il titolo di ingegnere.

La storia imprenditoriale di Camillo Olivetti e della sua fabbrica è la storia di un modello di relazioni industriali innovativo, oggi ne parleremmo come di una start up tecnologica di successo, un modello paradigmatico destinato a restare nel tempo.

La fabbrica “dai mattoni rossi” di Ivrea era un ambiente accogliente, con ampi finestroni dai quali “si potevano vedere i boschi” come recita Laura Curino nel monologo teatrale “Olivetti, alle radici di un sogno” dedicato alla figura del fondatore visto dalla prospettiva di due protagoniste silenziose, la madre e la moglie.

Camillo morì nel 1943 a Biella, dove per le sue origini ebraiche era stato costretto a riparare a seguito dell'armistizio dell'8 settembre. Al funerale la folla era imponente: in moltissimi avevano affrontato il freddo di dicembre e il pericolo della milizia fascista pur di portare l'ultimo omaggio all'uomo che conosceva per nome i suoi operai.

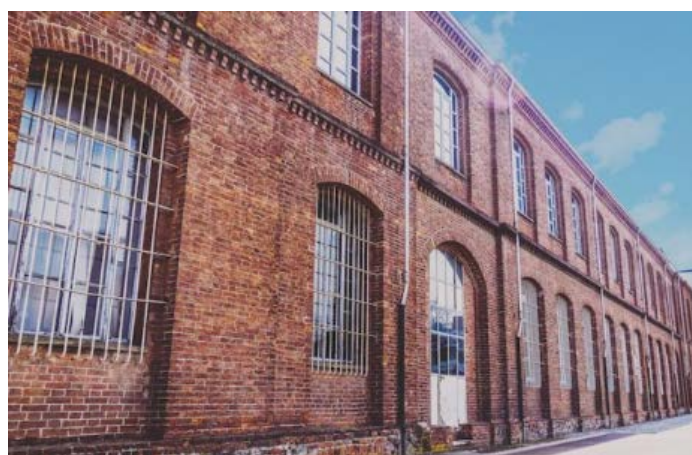
Il clima e lo stile di relazioni aziendali voluto da Camillo non cambiò sotto la guida di Adriano.



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



L'Olivetti era una fabbrica dove i figli dei dipendenti potevano raggiungere il padre o la madre in fabbrica e mangiare con loro a mensa, La biblioteca aziendale era a disposizione di tutti anche durante l'orario di lavoro, e alla sera ospitava incontri di approfondimento culturale con personalità di primo piano. "Quella sera c'era Gaetano Salvemini" racconta un dirigente di quegli anni, "il tema era la ricostruzione del Paese e della democrazia. Dopo un breve intervento dell'ospite iniziava la discussione che durava sino a tardi. Parlava Adriano Olivetti e parlavano gli operai, mi sorprese l'estrema libertà con cui tutti interloquivano. Molti avevano fatto solo le elementari, però erano persone intelligenti e lo si capiva dalle cose interessanti che dicevano. Adriano parlava come se fosse uno dei tanti, lo interrompevano anche".



La fabbrica dai mattoni rossi a Ivrea. Fonte Atribune.

Il lascito morale di Camillo e di Adriano sembra anacronistico, l'esortazione che il fondatore rivolgeva al figlio "la luce della verità risplende soltanto nelle azioni, non nelle parole" ha sapore di antico, di altra epoca, di gente di altra schiatta.

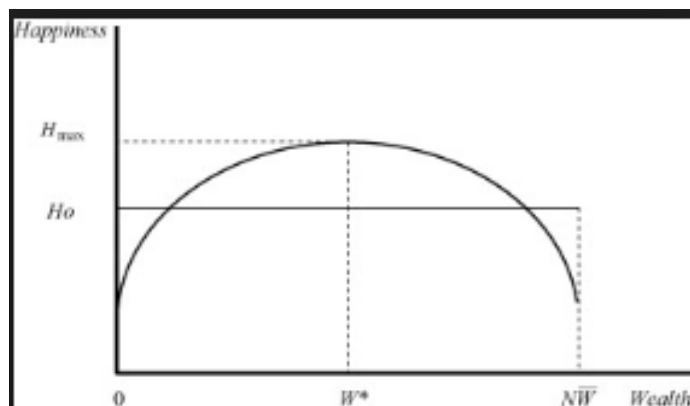
La lezione di quella fabbrica, superamento del modello taylorista e centralità della persona, è invece tremendamente moderna, traccia di un sentiero percorribile di relazioni industriali non conflittuali, di prodotti di qualità, di design, di cultura, di economie aperte e libero scambio.

Nel successo della fabbrica dalle cui finestre "si vedevano i boschi", si può riconoscere il sentiero di un diverso modello di sviluppo, di un possibile cambio di paradigma. Il sociologo Mauro Magatti scrive che se vogliamo tenere assieme crescita, benessere e migliori equilibri sociali dobbiamo affrettarci a cambiare regole e prospettive. Il modello Olivetti non avrebbe prodotto i forgotten man o i gilet jaunes, moltitudini di persone impoverite e disilluse che stanno modificando la grammatica della politica. Il modello della vecchia Olivetti è straordinariamente moderno nell'indicazione della sostenibilità possibile. Per Magatti "solo la combinazione tra sostenibilità e logica contributiva può permettere di ricostruire su basi nuove il rapporto tra economia e società".



"Voglio che anche noi troviamo un design che ci distingua da tutti, come è riuscita a fare l'Olivetti con i suoi prodotti, i suoi ambienti, le sue fabbriche" Thomas Watson Jr. CEO IBM 1955 . Fonte Fondazione Adriano Olivetti

Stefano Zamagni richiama l'esperienza della fabbrica dai mattoni rossi di Ivrea quando scrive dell'impresa civile, nella quale i beni della produzione sono altrettanto importanti dei beni relazionali. Secondo l'economista americano Richard Easterlin, i beni relazionali contribuiscono all'aumento della felicità più dell'incremento del reddito. Zamagni utilizza l'apologo del cammelliere per far comprendere la ricchezza dell'economia relazionale.



Il paradosso della felicità, Easterlin 1974: all'aumento del reddito la felicità aumenta fino a un certo punto, poi comincia a diminuire.

Un ricco cammelliere così dispose della sua eredità: la metà dei suoi undici cammelli sarebbe andata al figlio maggiore, un quarto sarebbe toccato al secondo figlio e un sesto al terzo. Alla divisione però i fratelli cominciarono a litigare, era impossibile rispettare la volontà del padre e riconoscere a ciascuno la sua parte, a uno la metà, a uno un quarto e al terzo un sesto di undici cammelli. Passava di lì un altro cammelliere che, messo a parte del problema, donò un cammello ai tre fratelli.



Con dodici cammelli i tre riuscirono ad accordarsi: sei cammelli al figlio maggiore (la metà), tre cammelli al secondo (un quarto), due cammelli al più giovane (un sesto). Ma la somma dei cammelli, sei, tre e due, è undici!

I fratelli litigiosi si spartirono in giustizia ed equità gli undici cammelli, restituirono al cammelliere generoso il cammello regalato, riconoscenti per il dono che aveva riportato tra loro l'armonia.

L'apologo introduce un ragionamento sull'economia "a servizio dei bisogni e dei diritti", il dono del dodicesimo cammello è il paradigma della leva etica che contribuisce a ricomporre ciò che sembra non componibile (vedi anche L'Alpha e il Beta del 22.8.2016.)

Nel discorso di Natale pronunciato davanti ai dipendenti a Ivrea il 24 dicembre 1955, così si esprimeva Adriano Olivetti "siete voi lavoratori delle fabbriche e dei campi, ingegneri e architetti che, dando vita al mondo moderno, al mondo del lavoro e dell'uomo, plasmate nella viva realtà gli ideali che ognuno porta nel cuore: armonia, ordine, bellezza, pace".

Tre anni dopo, nella medesima occasione degli auguri natalizi, Adriano scriveva che "... pur operando in un ambito, quello dell'industria moderna, che ha le sue regole e i suoi limiti precisi, noi ci siamo sforzati di superare l'angustia dei puri interessi pratici, con una attenzione costante rivolta a salvaguardare la libertà e la dignità dell'uomo, prezioso e inalienabile bene di ognuno".

La persona era al centro delle prassi aziendali nell'Olivetti di Camillo e di Adriano, è al centro dell'impresa civile di cui scrivono Stefano Zamagni, Luigino Bruni, Leonardo Becchetti, dovrebbe essere al centro sempre, se si hanno a cuore i beni della relazione e il valore della crescita sostenibile.

Auguri di Buon Natale a tutte e a tutti, ci rivediamo a gennaio.



Filippo Lippi, L'Adorazione del Bambino di San Vincenzo Ferrer (1455-1466, Museo Civico di Prato)

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.



L'EUROPA IRRILEVANTE

La forza economica dell'Eurozona è indubbia eppure un'Europa politicamente divisa e irrilevante fa comodo a molti. Gli scenari di medio periodo rivelano molteplici fonti di incertezza

E' stata una settimana interessante.

A Katowice, in Polonia, gli ambientalisti si sono ritrovati alla Conferenza mondiale sul clima Cop24, hanno discusso del muro di difficoltà che incontrano nel contrasto al riscaldamento del pianeta. Non sono più rimandabili, hanno spiegato, azioni concertate tra i governi per rallentare l'aumento delle temperature medie, anche un solo grado in più comporta conseguenze drammatiche, scioglimento dei ghiacci, aumento del livello del mare, perdita di bio-diversità, porzioni sempre più ampie di terreni inariditi, inevitabili nuovi imponenti flussi migratori. "Non c'è più tempo", esortano da Katowice, ma i governi non sembrano convinti e neppure così impazienti di passare alle azioni concrete.

Mentre alla conferenza Cop24 si discuteva dei disastri ambientali causati dall'uso di combustibili fossili, a Vienna si riunivano i rappresentanti dell'OPEC, l'organizzazione dei paesi esportatori di petrolio, con un solo punto all'ordine del giorno, diminuire la produzione. Iniziativa necessaria per sostenere il prezzo del greggio, precipitato da 86 dollari di ottobre a 58 dollari a fine novembre. E' stato complicato ma l'obiettivo è stato raggiunto, soprattutto grazie all'aiuto della Russia, paese non membro dell'OPEC, in avvicinamento diplomatico all'Arabia Saudita. Il prezzo del greggio ha positivamente reagito alla notizia che dal prossimo gennaio, fino a giugno, la produzione verrà tagliata di oltre un milione di barili al giorno.



Fonte: gentile concessione ISPI

Negli stessi giorni, c'è stata una terza notizia strettamente legata a Katowice e a Vienna. La US Geological Survey, agenzia geologica governativa, ha comunicato che i giacimenti americani di petrolio e gas dalle rocce di scisto, lo "shale oil" e lo "shale gas", sono ben lontani dall'esaurimento. E' una notizia che non rende felici i delegati che discutono del clima in Polonia. Le tecniche di estrazione del petrolio e gas "shale" hanno un violento impatto ambientale e, naturalmente, il proseguimento dell'uso di combustibili fossili mette a rischio gli obiettivi di contenimento del riscaldamento globale. Insomma, il rapporto dei geologi americani allunga una sgradevole, temibile ombra sulla Conferenza sul clima.

Ma la notizia non rende felici neppure i paesi esportatori di petrolio, le riserve americane di shale gas e shale oil innescano una vera e propria rivoluzione nell'offerta globale di combustibili tradizionali, l'autonomia energetica degli Stati Uniti costituisce un cambio di paradigma.



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

La rivoluzione energetica ha ripercussioni anche sul biglietto verde. Facciamo un passo indietro. Quando il 15 agosto 1971 il presidente Nixon interruppe la trasmissione del popolare telefilm Bonanza, nessuno si aspettava che quell'annuncio di pochi minuti avrebbe cambiato la direzione della storia buttando all'aria l'ordine monetario globale.

Nixon annunciava la fine della convertibilità dei dollari in oro, siglata ventisette anni prima all'Hotel Mount Washington di Bretton Woods, sconosciuta località nell'entroterra del New Hampshire. Il New York Times commentava, poche settimane dopo, che "gli Stati Uniti avrebbero dovuto accettare, come tutti gli altri paesi, la medesima disciplina internazionale ed essere capaci di finanziare il proprio deficit".

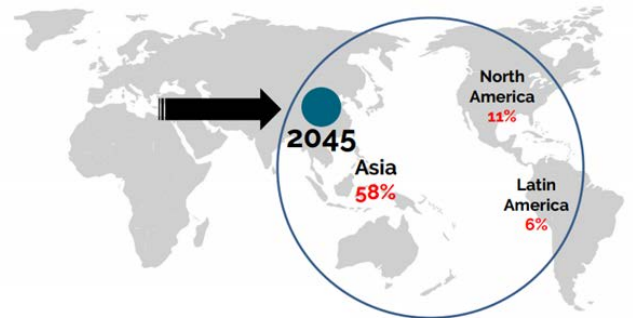
Le cose non andarono proprio così. Nel 1919 la Gran Bretagna usciva dal conflitto mondiale scoprendo, con sorpresa, di non avere più un impero ma un sacco di debiti. Dall'altra parte dell'Atlantico gli Stati Uniti realizzavano, quasi con la stessa sorpresa, di essere la nuova potenza egemone, creditori del mondo. Il dollaro tolse alla sterlina la posizione di moneta dominante, ruolo poi ufficialmente riconosciuto nel 1944 alla Conferenza di Bretton Woods.

Sarebbe stata dura, nel 1971, dar retta alle raccomandazioni del New York Times, dotarsi di disciplina fiscale e rinunciare alle comodità di vivere sopra i propri mezzi grazie alla popolarità internazionale del biglietto verde. E così il Segretario di Stato Henry Kissinger cominciò a tessere una spessa trama di negoziati e accordi con la famiglia reale saudita. Gli Stati Uniti offrirono all'Arabia Saudita forniture di armi e protezione militare, in cambio i sauditi acconsentirono a usare esclusivamente dollari americani per quotare il prezzo del greggio e per regolarne le vendite. Il "dollars for gold" sancito a Bretton Woods veniva rimpiazzato dal nuovo "dollars for oil". L'oro nero sostituiva l'oro dei lingotti nel sostegno alla domanda globale di dollari, presupposto reale alla conservazione del ruolo dominante della divisa americana.

La rivoluzione dello shale oil e, soprattutto, il multilateralismo economico, mettono in discussione la "convertibilità di fatto" garantita per quasi cinquant'anni dal petrolio. Privato di supporto reale, il dollaro trova sostegno alla propria egemonia nella fiducia che il mondo continua a riporre nell'economia americana. E' dunque interesse degli Stati Uniti evitare che vi siano monete sufficientemente forti da insidiare il primato del biglietto verde. La nascita dell'euro sembrava una minaccia a questa condizione ma ci hanno pensato gli europei, con le loro divisioni, a risolvere il problema agli americani. L'euro è una moneta senza spada, dietro l'unità monetaria non c'è quell'unità politica indispensabile per dare credibilità alla valuta.

Eppure la forza economica dell'Eurozona è indubbia. La Germania, da sola, esporta quasi quanto gli Stati Uniti, la Russia esporta più o meno quanto la Spagna e le esportazioni della Cina, il più grande esportatore del mondo, sono comunque di un terzo inferiori alle esportazioni di quattro paesi europei (Germania, Italia, Francia, Olanda).

Un'Europa politicamente debole, divisa, irrilevante è nell'interesse degli Stati Uniti, che così mantengono la primazia internazionale del dollaro, è nell'interesse della Russia, che può disporre a suo piacimento dei suoi confini meridionali. Un'Europa debole è nell'interesse della Cina, che aspira a essere unico interlocutore degli Stati Uniti nel disegnare i nuovi equilibri geo strategici globali. Sui movimenti nazionalisti ostili all'Europa, ultimi arrivati i gilet gialli a Parigi, ci sono probabilmente impronte digitali extra-europee, di coloro ai quali fa buon gioco l'Europa irrilevante, indebolita o addirittura annientata dal ritorno delle sovranità nazionali.



Il baricentro politico ed economico si sposta a Est. Fonte: gentile concessione ISPI.

Come la rana nella pentola, che avverte il bollire dell'acqua quando è ormai troppo tardi, l'Europa si sta condannando all'irrelevanza con le proprie mani. Il baricentro politico ed economico si sposta dall'Atlantico al Pacifico, lì si concentrano il 50% della popolazione mondiale e il 60% della creazione di ricchezza globale. Discutiamo e litighiamo sull'ombelico della Brexit o sull'appartenenza alla moneta unica, non abbiamo idea di quali saranno le condizioni politiche dopo le elezioni di fine maggio, e intanto la Cina ha pianificato precisi obiettivi di crescita economica e di influenza politica da qui al 2049, centesimo anniversario della fondazione della Repubblica Popolare. Nella nuova configurazione geo strategica, gli Stati Uniti non sono più a ovest ma a est! Siamo periferia del mondo e non lo sappiamo.



Se la Conferenza Cop24 sarà un insuccesso, se il consumo di combustibili fossili proseguirà senza controlli, andrà probabilmente fuori controllo anche l'aumento delle temperature medie del pianeta. Lo scioglimento dei ghiacci nella calotta polare avrà devastanti conseguenze sull'ambiente ma anche sugli equilibri politici ed economici globali. Le rotte artiche, impraticabili fino a pochi anni fa, si stanno facendo accessibili. Se il ghiaccio dell'Artico continuerà a sciogliersi, la Northern Sea Route diventerà un'opzione efficiente per gli spostamenti dei supertank da una parte all'altra del globo. Il risparmio di tempo consentito dal passaggio a nord farà perdere di rilevanza al Mediterraneo e al Canale di Suez a favore della Russia.

Le faglie della geopolitica si intersecano con altre faglie che attraversano questo nostro tempo e, come le faglie geologiche, sono causa di scosse e aggiustamenti nelle società e nelle economie: la demografia, le migrazioni, i mutamenti sociali, l'indebolimento dei sistemi democratici.

Il futuro immediato, su cui L'Alpha e il Beta tornerà nelle prossime settimane, e il futuro più lontano si presentano densi di sfide senza precedenti. Di questo parleremo giovedì 13 dicembre al GAM Competence Day a Milano. Vi aspettiamo, vediamo di vederci!



Lo scioglimento della calotta polare crea la nuova Northern Sea Route. Fonte: Wilsonquarterly.com.

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.



PREVEDIBILMENTE IRRAZIONALI

“Fight or Flight”, combatti o fuggi. Nelle ultime settimane in molti hanno preferito la fuga alleggerendo i portafogli dagli asset più rischiosi. In fasi come queste si amplifica il ruolo del consulente finanziario e la sua prossimità al risparmiatore

Quando nel 2002 il premio Nobel per l'economia venne attribuito a Daniel Kahneman, in molti provarono disorientamento, cosa c'entrava uno psicologo come Kahneman con l'atmosfera rarefatta delle più sofisticate teorie economiche?

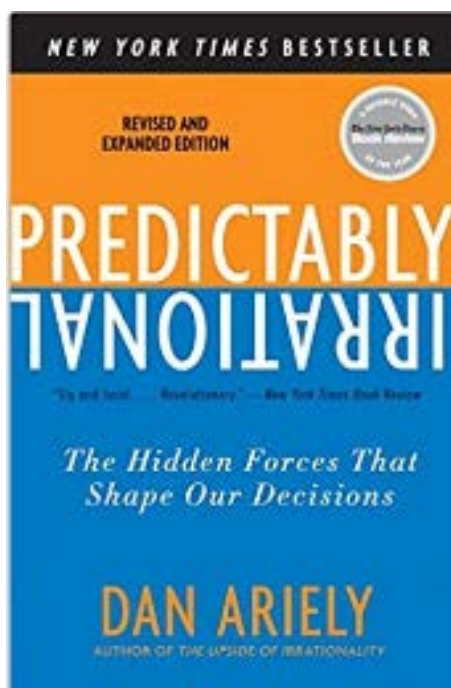
Quel premio costituì invece un felice punto di rottura, Kahneman e l'amico e collega Amos Tversky, scomparso nel 1996, avevano dimostrato che i meccanismi mentali che orientano le decisioni economiche non hanno nulla a che fare con i presupposti di razionalità dei modelli.

I due psicologi strapparono il velo di Maya, demolirono il mito dell'uomo razionale, decisioni e comportamenti sono in realtà orientati da meccanismi cognitivi di cui non siamo consapevoli, l'homo oeconomicus dei modelli non esiste e, se esistesse, sarebbe un “idiota sociale” per dirla con Amartya Sen.

Per coloro che avessero ancora dei dubbi, o ritenessero di essere dotati di una razionalità superiore alla media ecco un breve test: ti lamenti del carburante troppo caro, ma hai diminuito i tuoi consumi? Hai un abbonamento a una palestra, sei sufficientemente assiduo da ottimizzarne il costo? Dopo aver consumato una porzione di dessert, usi il dolcificante nel caffè?

Dan Ariely, economista comportamentale del MIT, dimostra non solo che gli individui sono irrazionali, ma lo sono in modo prevedibile, commettiamo ogni giorno semplici errori, e gli errori sono sempre gli stessi!

Emozioni, paure, norme sociali e molti altri condizionamenti mentali inducono a decisioni e comportamenti prevedibilmente irrazionali. Dan Ariely, nel suo divertente “Prevedibilmente irrazionali”, dimostra che in situazioni diverse ma con similitudini, i comportamenti sono orientati dagli stessi, prevedibili, circuiti mentali.



Il libro di Dan Ariely “Predictably Irrational” è pubblicato anche in italiano (Rizzoli, 2008)



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

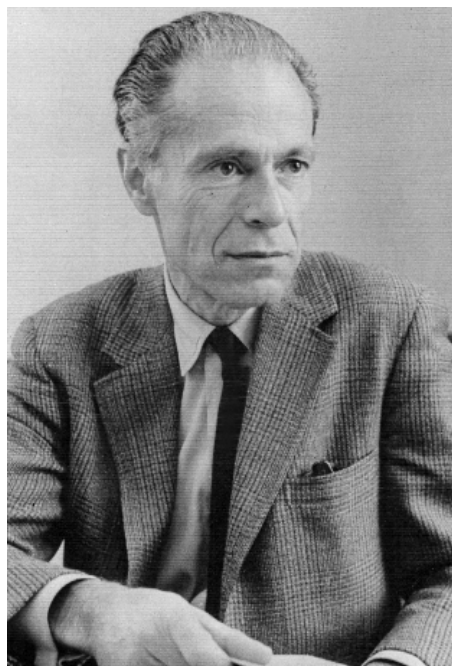


Lo scorso anno il Nobel per l'Economia è stato attribuito a Richard Thaler per il proseguimento della ricerca nell'ambito tracciato da Kahneman e Tversky. Thaler racconta che mise fine alle proteste degli studenti sull'eccessiva difficoltà del suo esame, non cambiando le prove ma modificando il criterio dei voti. I risultati si collocavano mediamente attorno al valore di 70 su 100, da qui i brontolii per voti lontani dalla parte alta della scala. Thaler ebbe l'intuizione di modificare la scala portando il voto massimo da 100 a 137: la difficoltà del test non era cambiata, gli studenti non ottenevano risultati migliori ma il punteggio medio si avvicinava a 100, soglia psicologica che li faceva sentire meglio.

Kahneman, Tversky, Ariely, Thaler e molti altri hanno dimostrato che siamo più emotivi che ragionevoli, tendiamo a comportarci in modi che raramente hanno a che fare con la logica, il più delle volte ci comportiamo "a nostra insaputa". Mediamente i singoli risparmiatori ottengono risultati inferiori a quelli dei professionisti non solo per le diverse competenze ma anche per l'approccio: le decisioni di vendita o di acquisto dei risparmiatori non specialisti sono molto spesso dettate dall'entusiasmo delle fasi positive o dalla paura nelle fasi negative.

Nella complessa catena del valore della gestione del risparmio, il consulente finanziario svolge il ruolo cruciale di chi ha la responsabilità dell'"ultimo miglio". La prossimità al risparmiatore fa del consulente la figura professionale che orienta alla maggiore consapevolezza finanziaria, affianca nella sapiente pianificazione dei risparmi, sostiene nella sorveglianza delle proprie ansie. In altre parole, il consulente ha il ruolo di "gate keeper", di "guardiano all'ingresso": se l'ultima parola sulle decisioni di investimento resta naturalmente al risparmiatore, compito del guardiano è far sì che resti coerente al metodo, che mantenga disciplina nei comportamenti. Non è un compito semplice, la nostra mente è il risultato di migliaia di anni di evoluzione e, come ricorda Ariely, alcune reazioni sono prevedibili, rispondono al meccanismo ancestrale del "fight or flight", combatti o fuggi. All'alba dell'umanità, la decisione se fuggire o affrontare il pericolo era esiziale, da questa dipendevano le probabilità di sopravvivenza.

Dopo migliaia di anni, la reazione a bruschi movimenti negativi del mercato è ancora la medesima, "fight or flight", combatti o fuggi: vendere ai primi segnali di sofferenza dei mercati è la fuga ancestrale, mantenere la posizione o acquistare su prezzi in ripiegamento significa accettare la sfida.



Albert O. Hirshman (1915-2012), trasformò la diade "fight or flight" nel sofisticato modello socio-economico di "Lealtà, Defezione, Protesta". In caso di organizzazioni deboli o servizi scadenti, il cittadino/consumatore può scegliere se uscire o protestare. Hirshman completa la diade con un terzo elemento, la lealtà, il grado di attaccamento all'organizzazione per la quale si valutano le due opzioni. A lui si deve l'espressione "exit strategy" (Exit, Voice, Loyalty, Harvard University Press, 1970)

A poche settimane dalla fine dell'anno, quasi tutte le classi di attivo hanno un rendimento prossimo allo zero o negativo, in ottobre gli indici Dow Jones rilevano nelle azioni globali una perdita di valore di oltre cinque trilioni di dollari, mercoledì scorso Wall Street ha azzerato la performance da inizio anno. Evidentemente, in molti hanno preferito la fuga, hanno alleggerito i portafogli delle allocazioni più rischiose (azioni globali) o che avevano corso di più (il settore tecnologico). Non c'è stata però una decisa riallocazione del capitale, gli investitori sanno cosa non vogliono, non sono sicuri di ciò che vogliono. Siamo tornati al "cash is king", la liquidità torna al centro, probabilmente a causa dell'asimmetria dei rischi, dello sfavorevole rapporto tra guadagni attesi e pericoli.



Giugno 2019 è la scadenza che potrebbe fare di questo ciclo espansivo il più lungo della storia, superiore ai centoventi mesi registrati tra il 1991 e il 2001. Naturalmente non sappiamo quando e come si esaurirà, ma possiamo dire con certezza che siamo nella fase finale, che il meglio è alle spalle (i buontemponi aggiungono che il maglio deve ancora arrivare), da qui in avanti economia e profitti aziendali non potranno che decelerare. Il mercato ha già dimenticato i risultati del terzo trimestre e scruta le previsioni per il prossimo, tenendo conto delle maggiori pressioni sui costi, la stretta sui margini, il deterioramento delle condizioni più generali dello scenario internazionale.



Profitti di "Corporate America" in rapporto al PIL. Fonte: Haver, BLS, NBER, GAM Investments.

L'inflazione americana è nell'area obiettivo della banca centrale e "la Fed non permetterà ancora a lungo una crescita economica al di sopra della media" dice il nostro Larry Hathaway. Ma, continua il capo economista di GAM, "non sembrano esserci altre aree pronte a sostituire gli Stati Uniti come traino dell'economia globale".

Nel terzo trimestre l'Eurozona ha registrato un rallentamento e L'Alpha e il Beta della scorsa settimana metteva in evidenza il rischio della combinazione di una attività economica più debole con meno accomodanti condizioni monetarie.

Anche la Cina non ha le carte in regola per candidarsi al ruolo di locomotiva del mondo, le tensioni commerciali con gli Stati Uniti hanno contribuito al gramo risultato del terzo trimestre, uno dei peggiori degli ultimi anni. Nel prossimo futuro le autorità di governo prevedono di pilotare il rallentamento verso un modello di crescita sostenibile nel tempo e hanno già adottato misure monetarie e fiscali accomodanti per contrastare il rallentamento della crescita, previsto a 6,3% nel 2019 e 6,0% nel 2020. Restano sullo sfondo le incertezze del confronto commerciale con gli Stati Uniti, la debolezza del settore immobiliare e il movimento in uscita dei capitali.

Dal 2016 si è verificato una sorta di trade-off tra crescita economica e rischio politico: quanto più forte e convincente era la prima, tanto meno influente era il secondo. Abbiamo visto nel 2016 la facilità con cui i mercati assorbono le sorprese di Brexit e di Trump.

Ora però il lungo ciclo espansivo comincia a mostrare segni di cedimento e si torna ad avvertire l'influenza dell'incertezza politica. Nel Simposio che i gestori di hedge fund hanno tenuto pochi giorni fa a Greenwich (Connecticut), molti interventi si sono soffermati sulle incognite della politica commerciale di Trump dopo le elezioni di metà mandato, sul rapporto degli Stati Uniti con la Cina e con i paesi del Medio Oriente, sui rischi politici posti in Europa da Gran Bretagna e Italia. La lezione del 2008 non sembra essere stata appresa, il debito globale in relazione al PIL del mondo è a livelli record, difficile immaginare il rally sotto l'albero di Natale, a meno che non si presenti un evento catalizzatore oggi non alle viste.

I gestori dei grandi hedge fund avvertono scricchiolii nelle strutture portanti l'economia globale e mettono in guardia dagli eccessi generati dalle politiche monetarie non convenzionali e dalla difficoltà dei banchieri centrali a pilotare con sapienza l'exit strategy.

Evitando per quanto possibile le previsioni, meglio attrezzarsi, psicologicamente e nelle scelte allocative, a un percorso accidentato: magari diminuendo l'esposizione azionaria, restando scarichi di rischio duration considerata la fase del ciclo in cui ci troviamo, guardando a nicchie del segmento "credit" come MBS o Cat bonds e, naturalmente, soluzioni multi-asset a bassa volatilità.

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.



LA TRAPPOLA DI TUCIDIDE

L'esito non sorprendente delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti genera il rischio che Trump, costretto a mediare con l'opposizione le scelte di politica interna, aumenti l'intensità del confronto nella politica estera

La scorsa settimana si sono svolte negli Stati Uniti le "midterm elections", impropriamente ma diffusamente definite elezioni di "medio termine", più correttamente "elezioni di metà mandato" in quanto si svolgono due anni dopo l'insediamento del Presidente.

Il risultato non è stato una sorpresa, un po' perché tutti i sondaggi erano concordi nel pronosticare la vittoria dei Democratici alla Camera dei Rappresentanti, composta da 435 membri tutti in rinnovo (al Senato invece le elezioni riguardavano 35 seggi), un po' per i precedenti storici.

Negli ultimi cento anni, il partito del Presidente in carica non ha mai guadagnato seggi in questo appuntamento elettorale tranne tre volte: nel 1934 durante la presidenza di Franklin Delano Roosevelt, nel 1988 con Bill Clinton e l'ultima volta nel 2002, quando l'onda emotiva suscitata dagli attentati del settembre 2001 mantenne alto il gradimento al presidente George W. Bush.

Il cambio di maggioranza alla Camera dei Rappresentanti costringerà Trump a ridefinire l'agenda delle scelte di politica interna: il Presidente dovrà lavorare di concerto con i Democratici per l'approvazione delle leggi sul bilancio e il tetto del debito, da oggi sarà più difficile mantenere la direzione delle politiche fiscali o sull'immigrazione senza aggiustamenti e compromessi.

Dal punto di vista degli investitori, il fatto che Trump sia costretto a confrontarsi con l'opposizione ha un effetto positivo, verrà attenuata l'imprevedibilità delle decisioni e l'incertezza che generalmente provocano. I precedenti storici mostrano inoltre una lunga serie di risposte positive di Wall Street nei dodici mesi successivi alle elezioni di metà mandato.

Perché non dovrebbe essere così anche questa volta? L'economia americana conserva la sua capacità propulsiva, i dati trimestrali continuano a essere un filotto di numeri positivi, 3,5% la crescita del terzo trimestre, la disoccupazione è a un livello che non si vedevano da cinquant'anni.

Un vecchio cliché recita che i mercati non sono altro che la salita su un muro di preoccupazioni. Dalla sommità, dove l'ottimismo è al massimo e non ci sono più ragioni di inquietudine, si può solo scendere. Anche dalla sommità dei fondamentali più robusti si comincia a scendere, nel corso del 2019 si esaurirà lo stimolo fiscale, il mercato immobiliare sta già mostrando segnali di debolezza, il prezzo del petrolio, generatore di inflazione, ha ritracciato dai massimi recenti.

Inoltre c'è da considerare che il risultato favorevole ai Democratici indebolisce Trump nella politica interna ma non modifica la sua libertà d'azione in quella estera. Analisti e commentatori temono che Trump dia sfogo lì, nella politica estera e soprattutto nel confronto con la Cina, alle frustrazioni cui sarà costretto dai nuovi equilibri politici nel Congresso.

Proseguiranno dunque la competizione con la Cina e l'incertezza sulla politica commerciale, si sta manifestando con sempre maggior nitore che dietro le schermaglie tariffarie c'è la paura dell'America di perdere il primato militare e soprattutto tecnologico.

Qualcuno assimila il confronto tra Cina e Stati Uniti al vecchio equilibrio bipolare del secondo dopoguerra, in cui gli Stati Uniti e i loro alleati si opponevano al blocco dell'Unione Sovietica. In realtà, sono numerose le similitudini tra la situazione di oggi e il destino che legò Atene a Sparta nel quinto secolo avanti Cristo.



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





Pericle (circa 495 a. C. – 429 a. C.), dubbio campione di democrazia, contribuì a fare di Atene una potenza che contendeva a Sparta il dominio nella regione (busto conservato ai Musei Vaticani)

Al termine della guerra contro i Persiani, conclusa nel 490 a. C. con la vittoria dell'ateniese Milziade a Maratona, Atene aveva allestito una potente flotta per assicurare alla città il dominio sulle rotte commerciali. La flotta e il porto fortificato avevano trasformato Atene in una potenza marittima e Sparta, città egemone, temeva che Atene avrebbe potuto impiegare la ricchezza che otteneva dai commerci nell'approntare anche un esercito altrettanto forte. La storica egemonia della città lacedemone era in pericolo.

Sparta era il classico modello di potenza terrestre: collocata all'interno del Peloponneso, fondava la sua forza su un esercito potente e una solida rete di alleanze con le città vicine.

Lo storico Graham Allison riprende l'origine e le modalità del confronto tra le due città-stato e parla del rischio della "trappola di Tucide", traumatici cambi di paradigma storici.

"Quando una potenza in rapida ascesa diventa un rivale per la potenza dominante" scrive Allison "sorgono dei problemi, in undici dei quindici casi in cui questo accadde negli ultimi 500 anni il risultato fu la guerra".

Lo storico ateniese Tucide conferma la lettura di Allison: "la vera ragione della guerra, ciò che la rese inevitabile, fu lo strapotere di Atene e la paura che ne nacque a Sparta". Le schermaglie sempre più frequenti con città alleate dell'avversario, ad esempio l'assedio ateniese a Potidea al quale prese parte il giovane Socrate, furono solo pretesti. In realtà il fragile equilibrio tra le due città del Peloponneso si ruppe perché entrambe erano al massimo della loro potenza e ricchezza, per cui nella primavera del 431 a.C. un esercito di venticinquemila spartani invase l'Attica.

Nel nuovo millennio, la potenza egemone e globale è rappresentata dagli Stati Uniti, moderna Sparta che viene sfidata dalla nuova Atene, la potenza emergente della Cina.

"Oggi, una Cina in ascesa si attende e prevedibilmente pretende di avere più voce in capitolo nella soluzione delle differenze tra le nazioni" scrive Allison, ma poiché si tratta di richieste che mettono in discussione lo status-quo, non possono non costituire motivo di preoccupazione per gli Stati Uniti, assuefatti al ruolo di potenza globale.

I cinesi, dal canto loro, percepiscono questo tempo come quello della riconquista dell'influenza che la Cina ebbe fino a pochi secoli fa. Anche Xi Jinping, come Trump, ha promesso ai suoi concittadini di "rendere di nuovo grande" il loro paese. Naturalmente, il confronto militare è ipotesi remota ma è indubbio che proseguirà il confronto tra modelli politici, economici e culturali tra loro molto diversi.

Le diadi democrazia-oligarchia, mercato-dirigismo, stato-individuo continueranno a dividere i due paesi che dovrebbero cooperare alla ridefinizione di un equilibrio politico globale.

La "trappola di Tucide" è dietro l'angolo ma non è un destino ineluttabile, Allison ricorda che su quindici casi nella storia, in quattro non si verificò il confronto militare. Stati Uniti e Cina sono rivali strategici eppure uniti da profondi rapporti economici e finanziari.



Sia Trump che Xi Jinping hanno promesso di far "tornare grandi" i loro paesi. Nell'attuale scenario geo-politico la "trappola di Tucide" sembra spingere Stati Uniti e Cina al confronto militare. Graham Allison, "Destinati alla guerra", Fazi Editore 2018)



Nell'immediato futuro gli investitori dovranno concentrarsi sulle conseguenze politiche delle elezioni dello scorso 6 novembre: negli ultimi due anni di mandato Trump, condizionato nelle scelte di politica interna, cercherà di recuperare consenso agendo in politica estera, ambito in cui la Costituzione americana attribuisce al Presidente ampi margini di libertà.

Occhi aperti dunque sulle notizie che riguardano al Cina. Notizie minori, come ad esempio il bando posto a scienziati cinesi dall'università John Hopkins per paura del furto di proprietà intellettuale, o l'idea, poi sospesa, di negare i visti agli studenti cinesi iscritti alle università americane, sono indizi di relazioni diplomatiche sempre più complesse.

Non è possibile trarre conclusioni definitive, ma è concreto il rischio del proseguimento e deterioramento delle tensioni commerciali con innegabili effetti negativi sull'economia reale e sui mercati. Al GAM Competence Day dello scorso 30 ottobre, dedicato alle strategie non-direzionali, l'amico Massimo De Palma, capo del Team Multi-Asset qui a Milano, è stato esplicito: l'eventuale mancato accordo fra Stati Uniti e Cina per la prima volta dagli anni Settanta presenta il rischio della "stagflazione", rallentamento dell'attività economica accompagnato dall'inflazione dovuta all'aumento dei prezzi interni, a loro volta provocato dall'aumento delle tariffe doganali.

Le valutazioni e le proiezioni degli utili sopra raffigurate, si presentano ancora interessanti ma il rischio geo-politico rende lo scenario fondamentale estremamente precario e, lo abbiamo ricordato più volte in passato, la correlazione spuria che si è venuta a creare tra azioni e obbligazioni rende particolarmente vulnerabili i portafogli diversificati in modo tradizionale.



I tre passaggi con cui affrontare la complessità. Fonte GAM Italia

In queste condizioni la prima regola è "non prenderle", attrezzare cioè i portafogli all'eventualità di scossoni anche bruschi minimizzando i drawdown. Il cambio di passo nelle priorità del portafoglio comporta l'impiego di strategie alternative e non direzionali da affiancare ai rischi direzionali.

Indici Globali	Valutazioni			Utili attesi			
	P/E	mediana P/E 10Y	Pctile val. 2007-18	Crescita utili 2017/18 YoY	Var. 3m utili 2018	Var. YTD utili a 1y	% da max
SPX Index S&P500	15,5	14,6	63,2	21,7%	1,3%	18,5%	0,0%
CCMP Index Nasdaq	19,5	19,0	58,2	15,3%	1,5%	17,1%	-0,1%
RTY Index Russell 2000	20,6	21,6	44,9	17,7%	-4,9%	22,2%	-0,9%
DAX Index Dax	11,3	12,0	38,0	9,8%	-5,8%	2,7%	-2,3%
CAC Index Cac	12,3	12,8	43,0	10,4%	1,0%	11,3%	0,0%
FTSEMIB Index FtseMIB	9,2	11,9	15,5	27,6%	-1,3%	20,6%	0,0%
IBEX Index Ibex	10,8	11,5	46,9	5,9%	-1,6%	4,7%	-0,9%
SXXP Index DJ Eurostoxx600	12,6	12,8	46,7	9,3%	0,3%	8,4%	0,0%
UKX Index FTSE100	11,6	12,2	41,9	14,2%	0,9%	14,5%	-0,2%
NKY Index Nikkei	14,5	16,1	21,9	19,5%	2,2%	16,1%	0,0%
IBOV Index Bovespa	10,7	11,1	38,2	27,0%	-1,7%	10,5%	-0,1%
MXEF Index MSCI Emerging	10,5	11,3	28,3	5,6%	-2,6%	1,7%	-0,0%
HSI Index Hang Seng	9,7	11,4	7,7	6,2%	-2,6%	3,1%	-2,8%

Valutazioni più interessanti in Europa, Asia e Giappone (50= valutazione di metà ciclo)

Ottima dinamica degli utili in USA, Giappone e... Italia. Deterioramento in Asia, Mercati Emergenti e, più di recente, in Germania

Fonte: Bloomberg, GAM Italia

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.



“OTTOBRE, MESE PERICOLOSO PER INVESTIRE IN AZIONI”

In ottobre sono venuti al punto di caduta gli stessi fattori che si erano presentati nello scorso febbraio: il cambio di passo dell'espansione globale, il cambio di passo delle politiche monetarie, il ritorno del rischio geo politico.

Per quelle bizzarre connessioni che la mente associa in modi inattesi, le cronache recenti mi hanno riportato alla memoria due vecchi articoli.

Il primo è un articolo apparso sul New York Times nel 2013 e che mi venne segnalato dall'amico professor Legrenzi. Nella sua lunga carriera accademica, Paolo incontrò e conobbe l'autore, Jared Diamond, quello del best seller "Armi, acciaio, malattie". L'altro è la periodica "Lettera Economica" della Federal Reserve di San Francisco del 2016.

Le considerazioni de L'Alpha e il Beta di questa settimana fanno riferimento a questi due articoli per proporre poi una sintesi finale.

Nell'articolo del gennaio 2013, Jared Diamond argomenta che i rischi quotidiani sono i più insidiosi perché meno sorvegliati. L'esempio è quello della doccia, un gesto talmente ordinario da non prestarvi troppa attenzione. Eppure proprio la doccia costituisce uno dei maggiori rischi all'incolumità delle persone anziane.

Per le persone di una certa età, le cadute sono tra gli incidenti più frequenti e le conseguenze sono talvolta molto serie. "L'aspettativa di vita di un uomo in buona salute della mia età" scrive Diamond, "è circa 90 anni. Mi separano da quel traguardo quindici anni e questo significa, grossomodo, 15 per 365, ovvero 5.475 docce. Se non prestassi attenzione, con le probabilità di scivolare a ogni doccia stimate una su mille, prima di arrivare al termine della mia aspettativa di vita morirei o resterei invalido circa cinque volte; devo quindi ridurre le probabilità di caduta a un valore di molto inferiore a uno su mille".

L'esempio di Diamond illustra in modo didascalico l'importanza di prestare attenzione a pericoli che comportano basso rischio ma che si presentano frequentemente, una lezione appresa vivendo con gli aborigeni della Nuova Guinea. Durante una spedizione, Diamond aveva suggerito alle sue guide di fissare le tende sotto un grande albero.

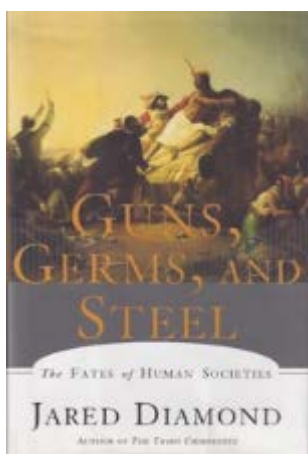
"Con mia sorpresa" racconta lo scienziato "i miei amici indigeni rifiutarono, mi spiegarono che l'albero era secco, i suoi rami avrebbero potuto caderci sulla testa". All'occhio inesperto di Diamond l'albero appariva solido ma gli indigeni non vollero sentir ragioni, preferirono accamparsi all'aperto.

Avevano ragione loro naturalmente: ponendo la probabilità di caduta di un ramo a una su mille, si può anche correre il rischio per una sola notte, ma se vivi in quel territorio e le occasioni di dormire all'aperto sono frequenti, allora le probabilità di farsi male aumentano. Si tratta del calcolo di frequenza e probabilità del tutto analogo a quello delle docce quotidiane. Diamond definisce questa iper-vigilanza ai rischi frequenti con l'ossimoro "paranoia costruttiva", maniacalità ragionevole. Pensiamo ai piloti amatoriali, alle guide alpine, agli agenti di polizia o ai vigili del fuoco: attività rischiose nelle quali l'abitudine rischia di abbassare le soglie di attenzione, amplificando i pericoli per la sicurezza personale. In questi casi la paranoia costruttiva costituisce un ottimo strumento di controllo del rischio.



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





Jared Diamond è l'autore del best seller "Armi, Acciaio, Malattie" (Einaudi 1997)

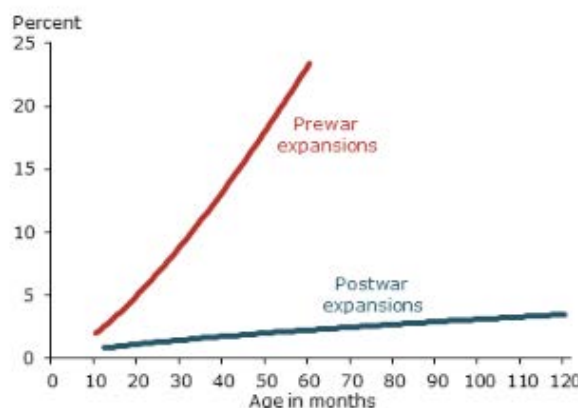
Il racconto di Diamond contiene un'altra preziosa lezione, ripresa più volte dall'amico Legrenzi, ed è quella delle paure giuste: è naturale provare paura di ciò che è pauroso, ma è rischioso non provare altrettanta paura per ciò che è veramente pericoloso.

"Con la lezione appresa dai miei amici della Nuova Guinea" continuava l'articolo del NYT "sono diventato sempre più un "paranoide costruttivo", presto estrema attenzione a quando mi muovo nella doccia, sulle scale, ai pavimenti bagnati e scivolosi ... un'iper-vigilanza che non mi impedisce di vivere bene, non evito la doccia quotidiana, salgo e scendo le scale e continuo a guidare l'auto, provando sempre a pensare come un indigeno della Nuova Guinea, cercando di tenere ogni volta i rischi di un incidente ben al di sotto di uno su mille".

Il secondo articolo che mi è venuto in mente, bizzarrie delle associazioni mentali, è più recente, del febbraio 2016, di Glenn D. Rudebush, un economista della Federal Reserve di San Francisco, che si chiede "La ripresa economica muore di vecchiaia?". Janet Yellen non crede che le espansioni economiche si esauriscano per vecchiaia, "è un mito" rispose alla giornalista di ABC News che le aveva fatto la domanda, "il fatto che questa sia una fase di espansione piuttosto lunga non mi porta a ritenere che abbia per ciò stesso i giorni contati". Era il 2015.

Anche l'economista della Federal Reserve parte, come Diamond, dalle stime dell'aspettativa di vita. L'analisi di sopravvivenza (Survival Analysis) fornisce la strumentazione statistica per misurare le probabilità di eventi, di cambiamenti nel tempo che possano avere effetti esiziali su un organismo biologico o un macchinario. Il prezzo di un'automobile usata tenderà a scendere con il passare del tempo e dell'utilizzo, le assicurazioni valutano i premi delle polizze vita in base all'età e alle condizioni di salute del contraente. Glenn Rudebush impiega le tecniche

della Survival Analysis per valutare le probabilità di esaurimento del ciclo economico. L'evento da prevedere è il picco del ciclo economico, culmine della fase di espansione e inizio del rallentamento, l'analisi valuta se le probabilità di declino aumentano con il passare del tempo, con la lunghezza del ciclo economico.



A differenza delle fasi di espansione tra il 1854 e il 1938, nel Dopoguerra un'espansione di 80 mesi ha le stesse probabilità di terminare di una espansione di 40 mesi. Fonte: FRBSF Economic Letter Feb 2016 "Will the Economic Recovery Die of Old Age?"

La conclusione di Rudebush è che il fatto che siamo nella seconda fase espansiva più lunga della storia non è di per sé motivo di preoccupazione ma, da buon conoscitore dello strumento statistico, l'economista ricorda che l'analisi "tiene" nell'ipotesi del 'ceteris paribus': a condizioni immutate, fasi lunghe di espansione economica non hanno maggiori probabilità di terminare di quelle più brevi.

Veniamo a qualche considerazione di sintesi.

E' appena terminato un mese che per le borse è stato il peggiore degli ultimi dieci anni, quasi a dar ragione a Mark Twain che definiva ottobre "un mese particolarmente pericoloso per investire nelle azioni". Ma, aggiungeva, "altri mesi pericolosi sono luglio, gennaio, settembre, aprile, novembre, maggio, marzo, giugno, dicembre, agosto e febbraio".

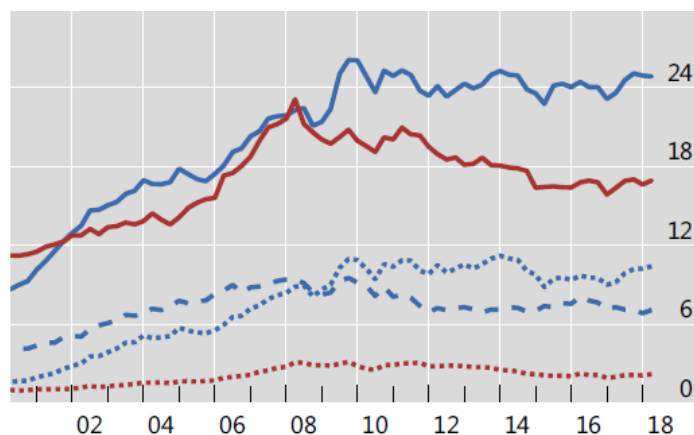
Al netto della diffidenza di Twain per le borse, in ottobre sono venuti al punto di caduta quegli elementi che si erano presentati già nello scorso febbraio: il cambio di passo dell'espansione globale, il cambio di passo delle politiche monetarie, il ritorno del rischio geo politico.

La lettura di questi tre fattori evidenzia la perdita di sincronia della crescita, oggi trainata dai soli Stati Uniti, "un uomo solo al comando", il picco di crescita e probabilmente degli utili societari è alle spalle, le fonti di incertezza politica globale sono aumentate nel numero e nell'intensità.



Questo passaggio non significa automaticamente la fine della lunga fase positiva delle borse, sentenza nascosta nel grembo di Giove, significa piuttosto che il mercato sta cercando di stabilizzarsi e lo fa in due modi, prendendo tempo e cercando nuovi spunti ai quali ancorare le aspettative: ad esempio i titoli 'value' o mercati più 'indietro' come l'Europa, il Giappone o gli Emergenti.

La lezione di Diamond sugli alberi secchi della Nuova Guinea e sulla paranoia costruttiva invita a tenere conto dei rischi ai quali si tende a prestare minore attenzione. Il rischio connaturato alle borse è familiare, i telegiornali riportano le chiusure quotidiane, le correzioni azionarie più o meno brusche hanno sempre un forte impatto emotivo sull'opinione pubblica. Le obbligazioni, la loro sensibilità ai tassi o i loro indici dai nomi complicati sono invece molto meno popolari. Eppure i mercati obbligazionari sono decisivi per l'equilibrio dei mercati finanziari e per l'attività economica reale. Soprattutto negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, meno in Europa, il finanziamento dell'attività economica si è progressivamente affrancato dal credito bancario ed è cresciuto nel mercato finanziario. La Banca dei Regolamenti Internazionali rileva che il finanziamento tramite il mercato conta circa il 57% dell'intero segmento del finanziamento globale, era il 48% nel 2018.



Dal finanziamento bancario a quello dei mercati nelle economie emergenti. La linea continua rossa è il credito bancario, la linea continua blu il debito via bond. Fonte: Report BIS, settembre 2018

Se l'Europa, e soprattutto l'Italia, restano fortemente bancocentriche, negli anni Ottanta negli Stati Uniti circa la metà dei

finanziamenti erano di origine bancaria, oggi le banche contano per appena il 18% dell'indebitamento del sistema delle imprese.

Quanto più aumenta la rilevanza del mercato obbligazionario nel sistema dei finanziamenti, tanto più cambia il profilo dell'attività economica reale e dei suoi rischi. Il Financial Times ne mette in evidenza tre:

1. la minor dipendenza delle imprese dalle banche rende queste ultime più sicure e, scrive il FT, è un fatto "positivo per la sicurezza complessiva del sistema finanziario, considerando quanto possano essere devastanti le crisi bancarie, ma ciò significa che il regolatore deve svolgere un lavoro migliore";
2. se la funzione di finanziamento delle banche diminuisce, perché si rivolge al mercato, cambia anche il ruolo di supervisione delle banche centrali: le obbligazioni a breve sono influenzate dai tassi ufficiali delle banche centrali ma sono gli operatori a stabilire i tassi di mercato, "se il rendimento del Treasury decennale diventa più decisivo dei tassi della Fed, significa che misure come il QE saranno sempre meno convenzionali" (FT 4.11.2018);
3. se l'onere di finanziare le imprese passa dalle banche al mercato, cresce l'influenza di quest'ultimo sull'attività economica globale e "indirettamente, della Fed in quanto è la banca centrale con la maggior influenza sui mercati finanziari globali".

"Le condizioni finanziarie globali sono divenute più sensibili alle dinamiche nei mercati obbligazionari e sempre più strettamente legate alla politica monetaria degli Stati Uniti" si legge nel report di settembre della Banca dei Regolamenti Internazionali.

Per noi in GAM la Federal Reserve manterrà l'attuale direzione della politica monetaria: l'inflazione negli Stati Uniti è al livello obiettivo, i 250.000 nuovi occupati in ottobre e l'incremento delle paghe orarie confermano l'idea di un aumento dei tassi prima della fine dell'anno, un aumento in primavera e ulteriori due nel corso del 2019. Ma più la Fed aumenta i tassi, più sarà difficile stimare il tasso reale naturale dell'economia americana e l'arresto della normalizzazione. Andiamo verso maggiore volatilità e attese di rendimento modeste, sarà opportuno prestare maggiore attenzione ai movimenti dei mercati obbligazionari quelli che, diceva Carville, "mettono paura a chiunque".

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.



L'ALPHA E IL BETA

1 ottobre 2018

Anche il genio è un uomo, e può sbagliare

L'illusione della fine della storia è un dotto argomento filosofico ma anche una pericolosa insidia comportamentale. Nelle decisioni di investimento la pazienza e la consapevolezza dei propri limiti sono più importanti dell'intelligenza

“Il nostro millenarismo è un millenarismo senza futuro” scriveva nel 1999 Jean Baudrillard, il filosofo provocatore, quello che fece annunciare la sua morte a Wikipedia in anticipo sugli organi di comunicazione tradizionali. Baudrillard pensava che l'umanità fosse senza futuro, condannata al conformismo perché incapace di slanci e di visione. L'avvicinarsi del giro del secolo e del millennio non era un tempo denso di speranzosa attesa di progresso ma, piuttosto, un conto alla rovescia verso l'appiattimento. In quegli anni si era sviluppato il dibattito sulla “fine della storia” innescato da Francis Fukuyama, ma il filosofo critico della postmodernità pensava esattamente l'opposto, che l'umanità non fosse alla fine della storia ma all'inizio di un percorso a ritroso nella perdita della memoria. “Non abbiamo più obiettivi in cui non credere” scriveva “perché è di vitale importanza avere cose in cui non credere”. Disincantato, il filosofo francese teorizzava la fine dell'utopia, l'omologazione dei comportamenti, l'impossibilità di conservare la memoria.



Nella scena iniziale del film Matrix, dei fratelli Wachowskis, il protagonista mostra la copertina del libro del filosofo Jean Baudrillard, al cui pensiero i due registi si sono ispirati

Avevano torto entrambi. La fine dell'ordine geo-politico bipolare teorizzato da Francis Fukuyama non ha segnato la fine della storia, quanto a Baudrillard, il pessimismo nichilista ha una nobile storia nel pensiero filosofico ma l'idea che la realtà sia stata sostituita da una contraffazione virtuale e che l'umanità sia irrecuperabile, un po' come nella trilogia Matrix dei fratelli Wachowskis, è ammettere la sconfitta definitiva.

Di fine della storia, o di illusione della fine della storia, parlano anche gli psicologi cognitivi, naturalmente in termini molto diversi. Nella psicologia comportamentale l'illusione della fine della storia rappresenta la tendenza a ritenere il tempo presente come un tempo di stabilità, a sottostimare le probabilità di grandi cambiamenti futuri.

Paolo Legrenzi ha spiegato l'illusione della fine della storia in una delle sue recenti Lezioni de “I soldi in testa”. “Valutare il passato è facile” scrive il professor Legrenzi “più difficile immaginare il proprio futuro, proiettare le proprie esistenze in avanti nel tempo, perché “si tende a immaginare le proprie vite come stabilizzate e che non subiranno cambiamenti eccessivi”.

L'illusione della fine della storia, ovvero pensare che siano poco probabili grandi cambiamenti nel futuro è un bias pericoloso quando si tratta di investimenti, perché induce a sottostimare le probabilità che si verifichino eventi eccezionali.

Pochi giorni fa ricorreva l'anniversario della pubblicazione dell'articolo che pose le fondamenta dell'economia e della finanza comportamentali. Il 27 settembre 1974 gli psicologi israeliani Amos Tversky e Daniel Kahneman pubblicarono un articolo dal titolo anodino, “Judgment under Uncertainty: Euristic and Bias”, eppure destinato a modificare l'approccio empirico alla scienza economica e alla disciplina di investimento.

Le decisioni economiche, hanno dimostrato i due ricercatori e amici, non sono prese sulla base della razionalità, come prescritto dai modelli neoclassici, ma scaturiscono da inconsapevoli meccanismi cognitivi, dalla memoria di esperienze associate a emozioni forti.





Il libro di Michael Lewis racconta la storia del sodalizio di amicizia e professionale tra Amos Tversky e Daniel Kahneman (Raffaello Cortina Editore, 2017. Edizione italiana curata da Paolo Legrenzi)

Quell'articolo, e decine di altri pubblicati in seguito, ha posto le fondamenta dell'economia comportamentale, ha certificato la scomparsa dell'homo oeconomicus, anzi, ha dimostrato che non è mai esistito e, se esistesse, sarebbe un "idioti sociale", come dice Amartya Sen.

Ma se l'attore economico razionale non esiste, quali sono, o quali dovrebbero essere, le caratteristiche dell'investitore intelligente? Alla domanda risponde Benjamin Graham nel suo best seller "The Intelligent Investor", del 1949 e ripubblicato ancora oggi.

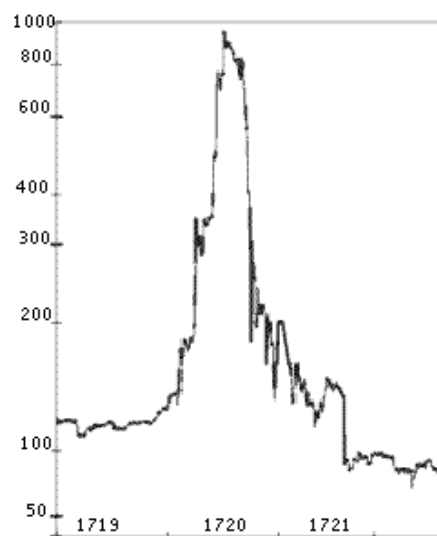
Graham, straordinario investitore e mente brillantissima, spiega che l'intelligenza necessaria nella tecnica e nell'arte dell'investire non ha nulla a che vedere con il quoziente di intelligenza o con l'istruzione scolastica. In materia di investimenti, intelligente "non vuol dire sveglio o scafato, dotato di doti di lungimiranza fuori dal comune, in verità l'intelligenza di cui si parla qui è più una questione di carattere che di cervello" (B. Graham, 1949) Nella sua prefazione all'edizione del 2003, Jason Zweig del WSJ racconta l'avventura di Isaac Newton azionista della Compagnia dei Mari del Sud, una vicenda esemplare, che conferma le intuizioni di Graham.

Nella primavera del 1720 il grande fisico, ritenendo che il prezzo del titolo fosse arrivato a livelli eccessivi e che il mercato stesse perdendo la testa, decise di vendere le sue azioni, realizzò un profitto del 100% incassando 7.000 sterline, qualcosa come 850.000 sterline di oggi. Pochi mesi dopo, vedendo che il prezzo continuava a salire e che il suo guadagno avrebbe potuto essere molto maggiore, Newton decise di rientrare, a un prezzo naturalmente molto più alto. Newton era un genio assoluto della fisica eppure in questo caso fu vittima, come milioni di investitori di tutte le epoche, di due illusioni cognitive che gli psicologi comportamentali definiscono come "effetto rimpianto" e "effetto gregge".

Nell'agosto 1720 il prezzo della South Sea Co. raggiunse quasi le 1.000 sterline, a fine settembre era crollato a 180, poi a 100 prima della fine dell'anno. Le perdite per gli azionisti, uomini tra i più ricchi e influenti di Londra, furono ingentissime. La rabbia era tale che un parlamentare arrivò addirittura a proporre di gettare i dirigenti della Compagnia nel Tamigi, chiusi in un sacco con una scimmia e un serpente.

La formidabile genialità non impedì a Isaac Newton di perdere 20.000 sterline, paragonabili grosso modo a due milioni e mezzo di oggi.

Fu un brutto colpo. La nipote raccontava che per il resto della vita Newton non consentiva a nessuno di pronunciare in sua presenza le parole "Mari del Sud".



Il prezzo del titolo della Compagnia dei Mari del Sud. Fonte Wikipedia



“Sir Isaac Newton è stato uno degli uomini più intelligenti che abbiano mai vissuto eppure, secondo i criteri di Graham, Newton è stato tutt’altro che un investitore intelligente” scrive Jason Zweig. Per Graham il peggior nemico dell’investitore è lui stesso, quando si tratta di investimenti non conta la genialità, è meglio essere capaci di pazienza, l’indipendenza di pensiero, quella che ad esempio protegge dall’imitazione nei casi di “effetto gregge”, è più importante della competenza tecnica.

Soprattutto, l’investitore intelligente è disciplinato, adotta un metodo e vi si attiene indipendentemente dagli entusiasmi o dai crolli dei mercati, gestisce le emozioni, impara a conoscersi e, mentre passa il tempo, ne apprezza il valore perché è il tempo che smussa gli eccessi e riporta i valori alle loro medie.

Potremmo concludere, a proposito di illusioni di fine della storia o altro, che l’illusione di saperla più lunga è ben più insidiosa della consapevolezza della propria ignoranza.



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

www.gam.com seguitemi 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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

17 settembre 2018

Ten Years on

Brevi riflessioni nel decennale della Grande Crisi Finanziaria, siamo sicuri che sia tutto finito?

Dieci anni non sono un arco di tempo molto lungo, molti ricordi conservano vividezza, non sono ancora scoloriti, nel contempo è una distanza sufficiente perché quei ricordi possano essere portati a sintesi, perché sia possibile elaborare qualche considerazione.

Di dieci anni fa ricordiamo la scomparsa di David Foster Wallace. Genio assoluto della letteratura contemporanea, si tolse la vita il 12 settembre 2008 dopo anni di lotta contro la depressione.

Foster Wallace è comparso più volte in questa newsletter, nel maggio 2015 ricordavamo il celebre discorso rivolto agli studenti del Kenyon College in occasione della consegna dei diplomi, uno dei discorsi più belli pronunciati in una università. Il “discorso dell’acqua”, come viene comunemente ricordato, venne pubblicato dal Wall Street Journal ed è diventato argomento di studio nei licei e college americani.

Foster Wallace esordì con una storiella. Due giovani pesci incontrano un pesce più vecchio che li saluta e chiede “com’è l’acqua?”. I due pesci non rispondono e continuano a nuotare.

Dopo un po’ uno chiede all’altro “ma che diavolo è l’acqua?”.

Il senso della storiella è che le realtà più ovvie sono spesso le più difficili da riconoscere, la domanda del giovane pesce “che diavolo è l’acqua” descrive in modo lapidario la difficoltà ad acquisire pienamente il senso di sé, a pienamente capire l’essenza della realtà che ci circonda. Facciamo più fatica a vedere ciò che è ovvio quando ci siamo immersi dalla nascita, appunto come i pesci nell’acqua.

Parlando agli studenti appena diplomati, il romanziere raccomandava l’importanza dell’istruzione, strumento indispensabile per affrancarsi dal conformismo, la capacità di approfondimento, il costante esercizio di riconoscere la realtà nella quale siamo immersi (l’acqua!), il superamento dell’istinto che porta ciascuno a pensare di sé come il centro dell’universo, l’importanza dell’empatia.



21.05.2005 David Foster Wallace (1962 – 2008) parla agli studenti del Kenyon College. Fonte Kenyon College

Sempre dieci anni fa Jim Wilkinson, all’epoca capo dello staff del Ministero del Tesoro americano, scriveva in una e-mail “non riesco propria digerire il fatto che si salvi la Lehman ... le conseguenze sulla stampa sarebbero tremende”. Il Segretario al Tesoro Hank Paulson era dello stesso avviso “Io non sarò Mr. Bailout”.



Nonostante gli inizi siano stati nel 2007, la data iconica della Grande Crisi Finanziaria è il 15 settembre 2008. Il costo del salvataggio della Lehman Brothers sarebbe stato attorno ai 32 miliardi di dollari, una cifra enorme, difficile da spiegare alla pubblica opinione durante la campagna elettorale: il denaro dei contribuenti usato per salvare una banca d'affari!

Ma il giorno più drammatico di quel settembre non fu il 15 ma lunedì 16, quando sul tavolo di Paulson arrivò il dossier di AIG.

Il gigante assicurativo si trovava nelle stesse condizioni della Lehman, ma per le dimensioni e la pervasività delle garanzie prestate su centinaia di miliardi di CDS, il fallimento dell'American International Group avrebbe reso insolventi molte banche, sarebbero state pesantemente coinvolte anche quelle europee.



Fonte WSJ

In quel lunedì stava diventando drammaticamente chiaro l'errore fatto il giorno prima. I 32 miliardi rifiutati alla Lehman non erano più una cifra enorme, erano meno della metà del costo del salvataggio di AIG, 85 miliardi, e pressoché un prelievo bancomat se messi in relazione ai costi sostenuti nei mesi successivi. Il collasso del mercato, quando i prezzi non riuscivano neppure a formarsi, è stato ricordato in questi giorni in numerosi articoli che hanno ricostruito quei giorni angosciosi, L'Alpha e il Beta non ripercorre la vicenda di allora, limitandosi a poche considerazioni.

Per prima cosa ricordiamo che gli investitori tendono sempre a sottostimare i rischi di una crisi. Come hanno ben documentato Reinhart e Rogoff, si tende sempre a pensare che "questa volta è differente" o, come scrive Galbraith, gli investitori "reinventano sempre la ruota", generalmente a intervalli di vent'anni, tanto è l'arco di tempo in cui si dimenticano le eco di una crisi finanziaria.

Siamo appena a metà dei vent'anni di Galbraith e si è già cominciato a parlare di deregolamentazione, di allentamento delle barriere di protezione rimesse rapidamente in piedi dopo il disastro.

Le crisi sono una caratteristica strutturale della storia moderna e il sistema finanziario, benché più solido rispetto al 2008, resta vulnerabile, il Fondo Monetario ha registrato 124 crisi bancarie tra il 1970 e il 2007, quella del 2008 non sarà l'ultima.

I regolatori hanno imparato la lezione, i requisiti di capitale sono stati inaspriti, le banche patrimonializzate, i tassi bassi per così molto tempo hanno esercitato una forte pressione sui margini così che negli Stati Uniti e in Europa si sono innescati vasti processi di integrazione.

Ma c'è un altro aspetto: dieci anni fa era andato a sbattere sugli scogli, in modo rovinoso, un bastimento carico di troppi debiti collocati presso troppi incapienti, eppure oggi il livello globale del debito è superiore a quello di allora.



Il debito privato è stato rimpiazzato dal debito pubblico. Fonte: FT

Le risposte immediate furono efficaci a prevenire il collasso del sistema ma, come nota Martin Wolf, l'obiettivo delle autorità era ripristinare le condizioni precedenti la crisi, senza tener troppo conto che proprio quelle condizioni di disequilibrio erano causa della crisi.



La vera questione che interpella la politica e la scienza economica è trovare un modello di crescita diverso, non più così dipendente dal debito.

Non si tratta di ripristinare condizioni passate che non reggono più ai cambiamenti nel frattempo intervenuti, ma di porre nuove basi per nuovi modelli di sviluppo. Non è questione facile, vuol dire fare i conti con l'eccesso di finanziarizzazione dell'economia, con la riduzione delle disuguaglianze nella ricchezza e nelle opportunità, con la giustizia sociale, con la difesa delle fondamenta degli ordinamenti democratici.

Vaste programme, improbabile che questi temi entrino a breve nelle agende della politica internazionale, men che meno che vengano affrontati e figuriamoci risolti. Mentre ci acconciamo ad accettare l'inevitabile prossima crisi, la cui origine è naturalmente impossibile dire, non smettiamo di pensare che un sistema diverso, e migliore, sia possibile. Il primo passo forse è nel riconoscere, come il pesce della storiella di Foster Wallace, com'è l'acqua nella quale stiamo nuotando perché, scrive Martin Wolf, "le persone non vogliono un passato migliore, vogliono piuttosto un migliore futuro".

In ultimo, una considerazione che ha implicazioni rilevanti per la comprensione dei mercati. Che dieci anni dopo la Grande Crisi ci sia ancora troppa finanza nell'economia lo ha implicitamente ammesso Jerome Powell nel suo intervento a Jackson Hole. Nelle ultime battute del suo discorso Powell dice che l'inflazione non è più la migliore e più affidabile misura per rilevare segnali di eccesso, che nella crisi del 2008 la destabilizzazione del sistema venne provocata dai mercati finanziari, non dall'economia. Una prudente gestione del rischio "suggerisce di cercare segnali di eccesso guardando oltre l'inflazione".

I modelli economici utilizzati dalle banche centrali dovrebbero tener maggior conto degli effetti destabilizzanti dei mercati finanziari, i segnali dell'inflazione sono più deboli rispetto al passato dunque gli eccessi vanno cercati altrove. Anche questa è una sfida nuova che interpella tutti, banchieri centrali e investitori, che devono saper leggere con intelligenza i segni del cambiamento.

"Imparare a pensare" diceva David Foster Wallace agli studenti del Kenyon College "significa imparare a esercitare un certo controllo su come e su cosa pensare, significa avere quel minimo di consapevolezza che permette di scegliere a cosa prestare attenzione e di scegliere come attribuire un significato all'esperienza".



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

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

27 agosto 2018

Il lungo termine

Alla ripresa dopo la pausa estiva è opportuno ricordare alcuni principi e raccomandare qualche buona prassi

“Le vacanze sono grandiose, tornare al lavoro è un vero peccato”. Un argomento difficilmente controvertibile, il sito finanziario inglese che così titolava un articolo merita il premio Monsieur La Palisse “che se non fosse morto, sarebbe ancora in vita”.

Il ritorno al lavoro dopo le vacanze sembra ossessionare più chi scrive di chi torna ufficio: si parla addirittura di stress da rientro (digitare per credere), si moltiplicano suggerimenti e regole di comportamento, il neurologo informa che tornare a lavorare può comportare “disagi, tensioni muscolari e tachicardia”. Non è che magari stiamo esagerando anche in questo?

Perché credo che la realtà sia un po' diversa, fatta di persone, la gran parte, che tornano semplicemente al lavoro dopo poche settimane di vacanza, senza particolari malumori, insoddisfazioni, “tensioni muscolari o disagi”. Dopotutto l'esistenza è scandita da fasi che si susseguono e da cicli che si alternano, alla lunga l'ozio sarebbe insopportabile.

Riprendendo il colloquio con i lettori del Corriere della Sera nell'agosto del 1943 dopo l'interruzione nel 1925, Luigi Einaudi cominciava il suo editoriale con l'allocuzione “Heri dicebamus”. L'interruzione dell'Alpha e il Beta è stata di appena due settimane, non prive di sorprese e qualche accidente. Rimandando alla settimana prossima il consueto commento sulle condizioni dei mercati, approfittiamo della ripresa per ricordare poche buone regole di comportamento finanziario.

I rendimenti, è noto, sono stati per anni schiacciati al pavimento dai massicci acquisti delle banche centrali. Ora che le banche centrali cambiano con gradualità la rotta della politica monetaria si potrebbe pensare che anche i rendimenti si accingano

a invertire la loro condizione. Ma sarebbe una previsione arrischiata, nei mercati finanziari non ci sono automatismi, i loro movimenti non soggiacciono a regole deterministiche (di questo parlerà anche il professor Legrenzi nei prossimi appuntamenti con I soldi in testa), non è automatico né scontato che al termine del QE i rendimenti tornino senza troppe resistenze ai livelli pre-crisi.

Il ciclo di espansione, lo abbiamo ricordato più di una volta, è nella sua fase matura. La riduzione delle tasse è stata l'iniezione di zuccheri che ha dato ulteriore vitalità all'economia americana (vedi L'Alpha e il Beta del 6.8.2018), un tasso di crescita che difficilmente potrà essere sostenuto nel medio periodo. Nel lungo periodo ci sono invece fenomeni che continueranno a esercitare pressioni al ribasso. Il primo è la contrazione della forza lavoro (negli Stati Uniti sta diminuendo il tasso di partecipazione dei lavoratori più giovani) quindi la quasi conseguente debole crescita della produttività, un fenomeno che affligge tutte le economie avanzate.

Un ulteriore fenomeno è l'inflazione che ritorna ma non allarma, è alimentata dalla crescita economica ma frenata dalla progressiva uscita dal lavoro delle coorti dei baby-boomer ad alti stipendi, sostituiti da giovani con stipendi più bassi. Poi ci sono i pensionati, sempre più numerosi e compratori di obbligazioni, direttamente o tramite i fondi pensione. Infine la rivoluzione tecnologica e l'automazione, che non sono una minaccia solo per i lavori a basso valore aggiunto ma insidiano anche lavoratori con competenze.

La regola aurea che merita essere sempre ricordata è la diversificazione, il ribilanciamento è il suo aureo corollario. Riportare con regolarità le varie classi di attivo al loro peso neutrale evita al portafoglio di diventare troppo rischioso o troppo prudente.



Weight watchers

United States, cumulative returns, \$
January 1926=1



Fonte: The Economist, luglio 2018

Diversificare vuol dire superare la naturale inclinazione a scegliere ciò che si conosce, approfondire ciò che non si conosce, accettare l'idea che i portafogli e i loro proprietari debbano necessariamente adattarsi ai cambiamenti.

L'altra regola aurea è l'orizzonte temporale. Quanto è lungo il lungo termine?

Non esiste una risposta univoca, per l'economista può essere un decennio, un consulente finanziario può ragionevolmente indicare un arco di tempo superiore ai cinque anni, per molti risparmiatori il lungo periodo è ... dodici mesi. L'indagine sul Risparmio curata da Centro Einaudi e Intesa Sanpaolo (vedi L'Alpha e il Beta del 30.7.2018) registra che "solo l'1,4 per cento dei risparmiatori aspetta oltre dieci anni per giudicare, mentre il 22,5 per cento vuole riscontrare il risultato entro un anno dall'investimento". Eppure il tempo è l'insostituibile ingrediente che dà valore al portafoglio, nel tempo cambiano gli equilibri politici e i potentati economici, i mercati globali diventano più rilevanti dei singoli mercati nazionali.

Un portafoglio "darwiniano", il più adatto a fare i conti con le trasformazioni in corso, è estremamente diversificato per classi di attivo, aree geografiche, stili di gestione e con adeguato orizzonte temporale. Il portafoglio darwiniano non pratica il timing, rischiosa ricerca dei migliori punti di ingresso e di uscita.

Nessuno conosce in anticipo quali siano, tanto vale lasciar perdere e adattarsi ai grandi cambiamenti strutturali, accettare gli ondivaghi movimenti dei mercati, la loro irrazionalità che "può durare più a lungo di quanto tu possa rimanere solvibile" come diceva Keynes, grande economista e diavolo di investitore.

L'ex governatore della Banca d'Inghilterra Mervyn King scrive che nel tempo sono aumentate frequenza e gravità delle crisi, che i mercati finanziari hanno "giocato con il tempo" nel tentativo di collegare, con l'ingegneria finanziaria e l'alchimia, il presente con il futuro per arrivare a controllare quest'ultimo: la pietra filosofale degli alchimisti finanziari, il dominio dell'incertezza e del rischio!

C'è però "un problema intrinseco nel collegare un tempo presente conosciuto con un futuro imperscrutabile" scrive King "l'incertezza radicale presenta all'economia di mercato una sfida impossibile ...".

L'incertezza radicale dell'ex banchiere centrale ci porta alla terza e ultima regola da tener presente nella ripresa di fine estate, ovvero tener sempre presente la differenza tra incertezza e rischio, concetto cruciale per comprendere, e quindi spiegare, cosa accade nei mercati finanziari. L'incertezza radicale non è un concetto nuovo nel pensiero economico, il primo a formalizzare la differenza tra incertezza e rischio fu Frank Knight, acerrimo rivale di Lord Keynes, che nel suo "Risk Uncertainty and Profit" del 1921 argomenta come il rischio possa venir definito "incertezza misurabile", distribuzione di probabilità di effetti, una condizione alla quale ci si può predisporre e dalla quale ci si può proteggere. L'incertezza è invece l'assenza di tale distribuzione di probabilità. Le tecniche assicurative hanno a che fare con il rischio (c'è un unico proiettile nel caricatore del revolver, calcolo le probabilità che sia in canna), la gestione finanziaria ha a che fare con l'incertezza (non ho idea di quanti siano i proiettili nel caricatore).

"Più forti degli dei" (ed. Il Sole 24 Ore, 2002) è l'avvincente storia del rischio scritta da Peter L. Bernstein, lettura gradevole che raccomando per questo scampolo d'estate. Anche il numero di agosto di "Investors", bimestrale curato da alcuni volenterosi consulenti finanziari (devo avvertire il lettore che il direttore e molti collaboratori di Investors sono amici, io stesso ho collaborato a questo numero) è dedicato alla comprensione e gestione del rischio nei portafogli di investimento. Tener conto dei tre concetti di diversificazione, orizzonte temporale e incertezza, significa comprendere meglio il valore dei portafogli anti-fragili, la superiorità del metodo sulle previsioni.



Jackson Pollock, Number 1/A, 1948 (credit: Moma New York)

"Nei quadri di Pollock le sgocciolature si susseguono con un margine di casualità, ma poi il risultato finale 'non poteva che essere quello'; nella vita delle persone il caso via via si riduce, se guardiamo la vita a posteriori, quando siamo diventati vecchi e ci sembra che la nostra vita 'doveva' essere quella" (P. Legrenzi, Regole e caso, Il Mulino 2017)

In "Breve storia dell'euforia finanziaria", Galbraith scrive che le invarianti dei mercati sono la memoria corta degli investitori (che in modo ricorrente pensano di aver "inventato la ruota"), le forze che avviano e alimentano gli episodi speculativi, la fuga dalla realtà che cerca le ragioni di un crash sempre al di fuori del mercato e che minimizza la condizione di euforia.

Le invarianti dei portafogli sono invece la diversificazione e la decorrelazione tra strategie direzionali (motore della performance), e strategie multi-asset flessibili, finalizzate alla difesa.

Buona ripresa a tutte e a tutti.



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

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

30 luglio 2018

Conosci te stesso

L'edizione 2018 dell'Indagine sul Risparmio degli italiani, curata da Centro Einaudi e Intesa Sanpaolo, conferma come le insidie cognitive siano origine di almeno tre paradossi del risparmiatore

“Conosci te stesso”, l'iscrizione nel tempio dedicato ad Apollo a Delfi era l'esortazione che il dio delle arti e dell'intelletto rivolgeva agli uomini affinché, tramite la conoscenza di sé, riconoscessero la finitezza dell'esistenza, i limiti della natura umana.

Socrate fece del motto un caposaldo del suo insegnamento, Sant'Agostino teorizzò la presenza della Verità nel profondo dell'animo umano, l'introspezione come percorso di graduale elevazione spirituale. “Rientra in te stesso” scriveva il vescovo d'Ipbona perché “la verità abita nell'uomo interiore”, in interiore homine habitat veritas.



Il mosaico della Chiesa di S. Gregorio a Roma riporta in greco la frase "conosci te stesso". Da Socrate in avanti il motto rimanda alla ricerca esistenziale

Anche Kierkegaard pone l'individuo al centro del suo pensiero, la ricerca esistenziale diventa misura del linguaggio filosofico: “ciò che in fondo mi manca è di veder chiaro in me stesso, di sapere ciò ch'io devo fare e non ciò che devo conoscere ... soltanto quando l'uomo ha compreso se stesso in questo modo intimo e si vede ormai in cammino sulla propria strada, solo allora la vita si placa e prende un senso”.

Il tempo estivo, l'approssimarsi dell'indolenza agostana, consentono qualche licenza, fors'anche quella di giocare con l'austero monito agostiniano “rientra in te stesso”. Il vescovo di Ipbona ha probabilmente ragione, nella profondità dell'anima s'annida l'autentica bellezza della natura umana. Ma se abbandoniamo l'atmosfera rarefatta della speculazione filosofica e torniamo al livello della prosaica mondanità, la prospettiva cambia radicalmente, quando si parla di denaro e dei suoi possibili impieghi finanziari l'introspezione non aiuta. Più di Sant'Agostino o Kierkegaard, ci perdonino teologi e filosofi per la virata nell'irriverenza, è meglio affidarsi a Quélo, geniale maschera inventata da Corrado Guzzanti, che ripete come un mantra “la risposta è dentro di te, però è sbagliata”.



Immagine dal film "Come in uno specchio" di Ingmar Bergman. Per anni la critica ha discusso dell'influsso di Soren Kierkegaard sull'opera del regista. "Come in uno specchio", primo film della trilogia "religiosa" del regista.

E' così, nelle scelte di investimento la risposta “dentro di noi” è il più delle volte sbagliata, perché condizionata dall'ansia, dall'eccesso di fiducia nelle proprie capacità, dal comportamento di altri (la moltitudine o l'amico), da ciò che conosciamo meglio. La finanza comportamentale ha dimostrato quanto sia facile cadere vittime, “a propria insaputa”, di illusioni e bias cognitivi. “In teoria non c'è differenza tra teoria e pratica, ma in pratica c'è” diceva il campione di baseball Yogi Berra e Benjamin Graham, uno dei maggiori teorici (e pratici) dell'attività di investimento, era così consapevole dei limiti della natura umana da invitare i consulenti finanziari a non concentrarsi su ciò che i loro clienti



debbano fare in teoria quanto, piuttosto, assisterli in ciò che possono fare in pratica.

La difficoltà principale nell'attività di investimento, e nell'educazione finanziaria, non è costituita dall'apprendimento di nozioni tecniche, per quanto importanti e necessarie, ma dalla consapevolezza delle insidie delle nostre emozioni. "Il peggior nemico dell'investitore è lui stesso" diceva convintamente Graham, ben prima che la finanza comportamentale facesse la sua apparizione con Kahneman e Tversky.

L'edizione 2018 dell'Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani, curato dal Centro Einaudi e Intesa Sanpaolo, conferma il ritardo degli investitori nelle competenze finanziarie, a molti di loro è estraneo il concetto di pianificazione.



Intervistati interessati agli argomenti di informazione e analisi finanziaria (in valori percentuali, fonte Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2018, Centro Einaudi e Intesa Sanpaolo)

Rispetto al passato ci sono alcuni miglioramenti, torna finalmente a crescere il numero di famiglie con capacità di risparmio (47%) e aumenta anche il numero di quanti si dichiarano soddisfatti del proprio reddito (da circa il 61% a 63,6%).

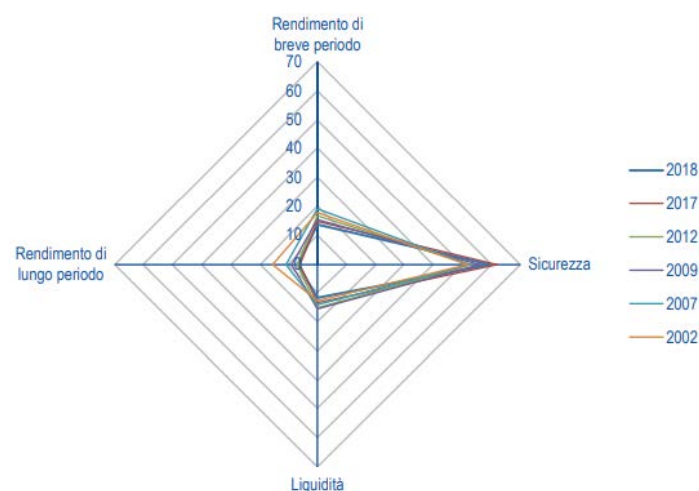
Ma restano preoccupanti criticità, diminuiscono la quantità complessiva e la percentuale del risparmio per famiglia, attorno al 10%, circa la metà del valore medio dei decenni precedenti. Soprattutto, il Rapporto mostra il ritardo dei risparmiatori italiani nella comprensione degli obiettivi di lungo termine del risparmio. Innanzitutto perché, dichiara la maggior parte degli intervistati, si risparmia "perché non si sa mai". Il risparmio è considerato lo strumento principale per far fronte agli imprevisti ma la logica del "non si sa mai" imprigiona in un continuo presente e genera almeno tre paradossi.

Il primo paradosso è che, una volta trasformato in rudimentale forma di auto-assicurazione, il risparmio contraddice la sua vera finalità, quella di garantire sì serenità, ma nel lungo termine. Il secondo paradosso, lo abbiamo ricordato spesso, è che con la scomparsa di rendimenti percepiti come sicuri per avere sicurezza (di rendimento) è necessario rinunciare alla sicurezza. Rinuncia che comporta l'accettazione di un certo grado di incertezza e, soprattutto, più lunghi orizzonti temporali. Non è esercizio facile, nella profondità della natura umana alberga l'eredità ancestrale degli antenati cacciatori-raccoglitori, il loro orizzonte temporale era la sopravvivenza quotidiana, l'incertezza riguardava il procurarsi il cibo e fuggire i pericoli.

La risposta "dentro di noi" è sbagliata perché il bisogno istintivo di sicurezza non regge i tempi lunghi, il 50,4% degli intervistati nel Rapporto dichiara infatti la propria indisponibilità a rischiare, solo

il 2,4% si dice "molto favorevole" ad accettare rischio nei propri investimenti, appena 1,4% aspetta oltre dieci anni per giudicare, il 22,5% si attende risultati positivi dopo un anno.

Il terzo paradosso è che il desiderio di sicurezza non si traduce in comportamenti conseguenti, i portafogli non sono sufficientemente diversificati: il 51,6% investe oltre due terzi del proprio risparmio in un solo investimento, il Rapporto informa che appena il 5,5% dei risparmiatori ha portafogli davvero diversificati, privi di concentrazioni oltre il 10% in ogni singolo strumento di investimento.



Nel "Diamante del risparmio", l'obiettivo privilegiato dagli intervistati è sempre la sicurezza (fonte Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2018, Centro Einaudi e Intesa Sanpaolo)

"Conosci te stesso", esortava Apollo al tempio di Delfi, "la risposta è dentro di te, però è sbagliata", ripete Quélo: l'educazione finanziaria non passa (solo) per le conoscenze tecniche ma soprattutto per la conoscenza dei propri limiti, delle trappole della mente.

"La finanza comportamentale non è solo una finestra aperta sul mondo, è soprattutto uno specchio su noi stessi" scrive Jason Zweig del WSJ. Non ci vuole particolare coraggio per affacciarsi a una finestra e guardare ciò che accade nella piazza, non è difficile osservare persone i cui comportamenti non ci coinvolgono. Al contrario ci vuole coraggio, e molta determinazione, per guardare dentro di sé e cercare di conoscersi. Ci vuole una guida, Socrate aiutava gli allievi all'esercizio dell'introspezione, i risparmiatori, più semplicemente, possono "conoscere se stessi", perlomeno per quanto riguarda il risparmio, avvalendosi di un esperto di fiducia.

Ma non si chiede aiuto se non si sa di aver bisogno di aiuto, ricorda spesso il professor Paolo Legrenzi, e infatti solo il 37,6% degli intervistati riconosce di aver bisogno della consulenza professionale.

Speriamo lo ammettano per i motivi giusti e non per le ragioni che ricorda Graham, "quasi tutti coloro che investono in azioni vogliono sentirsi dire da qualcun altro cosa farà il mercato, se c'è la domanda, ci sarà anche l'offerta". La consulenza non è vaticinio ma pianificazione, guida alla complessità dei mercati e delle tecniche di investimento, non scelta del titolo o dello strumento "giusto".



Partiamo per le vacanze ricordando i tre criteri del buon investimento:

1. qualsiasi investimento deve essere preceduto da accurate analisi e valutazioni;
2. l'investimento deve presentare ragionevoli prospettive di rendimento;
3. l'investimento non promette a nessuno di arricchirsi velocemente.

Se manca uno di questi tre criteri non si tratta di investimento ma di speculazione.



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

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

9 luglio 2018

Sei personaggi in cerca d'autore

La “normalizzazione” delle politiche monetarie è in corso ma forse le stesse banche centrali non hanno le idee chiare su quali sia il tasso di interesse naturale da raggiungere

Manca una manciata di anni al 2021, centesimo anniversario della prima rappresentazione di “Sei personaggi in cerca d'autore”. La prima rappresentazione, nel maggio 1921 al teatro Valle di Roma, fu un disastro, i Sei Personaggi ebbero miglior fortuna negli anni seguenti, con il copione impreziosito da una presentazione dell'Autore. Il dramma pirandelliano resta una prova impegnativa per attori e registi, i colori e l'espressività drammatiche sono portate all'estremo, per l'amico Gabriele Lavia il dramma di Pirandello “è certamente lo spettacolo più difficile che abbia mai fatto, quando ho cominciato a studiarlo ne ho avuto subito la sensazione, poi ho cominciato a farlo e mi sono reso conto che mi è ancora più difficile di quanto mi era parso leggendolo”.

Il dramma si svolge su un palcoscenico, un gruppo di attori è impegnato nelle prove di una commedia di Pirandello, “Il gioco delle parti”. A un certo punto entrano in scena degli sconosciuti, sembrano smarriti, incerti, sono personaggi lasciati incompiuti dal loro autore. I Sei chiedono al capocomico di ascoltarli, di dare loro la possibilità di portare il loro dramma in scena e far conoscere al pubblico la loro storia.



Gabriele Lavia interpreta e dirige Sei personaggi in cerca d'autore, di Luigi Pirandello (Firenze, Teatro La Pergola ottobre 2014, foto di Tommaso La Pera)

I Sei personaggi potrebbero essere le sei banche centrali che hanno tenuto il loro meeting periodico più o meno negli stessi giorni a metà giugno, in quella che Bloomberg ha definito, forse con eccessiva enfasi, “la settimana più importante dell'anno”.

La Federal Reserve, come ampiamente previsto, ha aumentato i tassi di riferimento, la BCE ha annunciato l'esaurimento a fine anno del programma di Quantitative Easing e ha indicato nella fine estate 2019 l'intorno temporale del primo intervento sui tassi. La Bank of Japan e la Banca Nazionale Svizzera hanno confermato i tassi negativi, la Bank of England e la Norges Bank, l'istituto centrale norvegese, hanno confermato il livello di 50 punti base del tasso di riferimento.

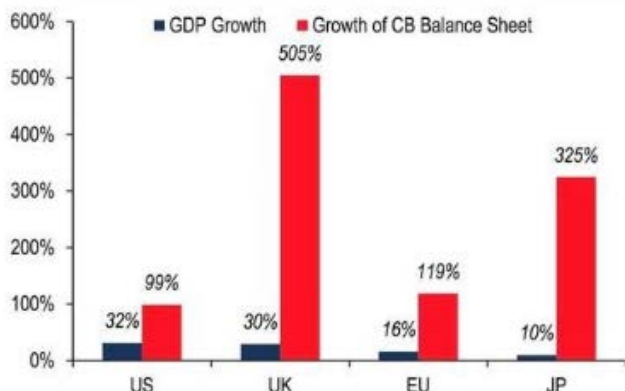
Comportamenti e indirizzi monetari tra loro molto diversi, la Fed ha avviato la contrazione del bilancio, l'istituto centrale giapponese conferma un atteggiamento fortemente espansivo, ma tutte le banche centrali hanno in comune il filo rosso della prudenza. E' tutt'altro che scontato che le cose proseguano secondo i programmi individuati dai banchieri centrali, non è quasi mai successo, l'incanaglirsi delle guerre commerciali pone una serissima minaccia all'economia globale.

C'è poi l'altra questione, quella della “ricerca dell'autore”, per rimanere nell'immaginario pirandelliano, perché non è detto che i banchieri centrali abbiano piena contezza di quale sia la nuova parte in commedia a loro assegnata. La responsabilità di assicurare la stabilità monetaria sta allargandosi a quella relativa alla stabilità finanziaria, un lavoro diverso e più complesso, che rende l'operato del banchiere centrale meno neutrale, più discrezionale, prossimo all'ambito delle scelte politiche.



La difficoltà per gli interpreti dei Sei personaggi di Pirandello consiste soprattutto nella distanza tra il testo scritto e la rappresentazione, tra fedeltà al testo e desiderio di sperimentazione, tra l' "arte" degli attori in scena e la "vita" dei Sei personaggi, un'antitesi che è il vero protagonista, il tema dominante del dramma.

Un'antitesi che ricorda quella in cui si muovono le banche centrali, alle prese con la teoria della normalizzazione e la pratica delle condizioni reali dell'economia e del sistema finanziario.

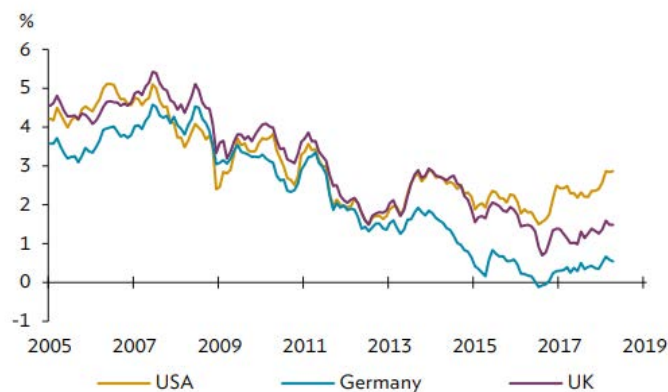


Le banche centrali alle prese con la normalizzazione di politica monetaria e bilanci da una parte e auto sostenibilità della crescita dall'altra. Fonte: BofA Merrill Lynch Global Research, Bloomberg. Dati da fine 2008 a fine 2017.

Come gli interpreti dei "Sei personaggi", i banchieri centrali sembrano stretti nel medesimo scarto tra parola e prassi, tra la teoria e il principio di realtà. La buzzword è "normalizzazione", che per il dizionario significa "ritorno a una situazione considerata normale", ovvero "il carattere, la condizione di ciò che è regolare e consueto, non eccezionale o casuale".

Di ritorno alla normalità si parla da tempo, le misure non convenzionali non sono state prive di controindicazioni: hanno preservato il sistema finanziario dal collasso, hanno restituito crescente fiducia all'economia ma c'è comunque uno scarto tra l'espansione dei bilanci e la crescita economica, è aumentato il debito, gli asset finanziari si sono rivalutati e le disuguaglianze economiche, una delle cause della trasformazione degli assetti politici su entrambe le sponde dell'Atlantico, sono aumentate.

Il punto è quali siano i livelli di "normalità" ai quali ricondurre le politiche monetarie. Tornare alla condizione "di ciò che è regolare e consueto" vorrebbe dire tornare alle condizioni pre-crisi, ma nel frattempo non solo sono cambiate molte cose ma la stessa liquidità immessa dalle banche centrali ha così profondamente alterato il sistema che il ripristino della normalità non può ridursi alla semplice pressione del tasto rewind del Quantitative Easing e avviare uno speculare e opposto Quantitative Tightening.



I rendimenti a 10 anni hanno toccato i minimi nel 2016. Fonte: Datastream, Julius Baer.

Se invece normalità significasse riduzione progressiva dello stimolo monetario, anche in questo caso ci sarebbero problemi: qual è il momento giusto per togliere gli steroidi monetari al corpaccione dell'economia reale? Per quanto riguarda l'Eurozona Draghi ha chiarito che la normalizzazione monetaria deve seguire, non precedere, quella economica. In ogni caso l'escalation ritorsiva delle tariffe rischia di compromettere le prospettive di crescita e alterare il sentiero che i banchieri centrali hanno predefinito. Ufficialmente l'obiettivo da traguardare restano i livelli di inflazione ma, nel mondo delle global supply chain, delle Amazon e Alibaba, quali sono i tassi naturali di disoccupazione e di inflazione? La Fed dovrà "giudicare in anticipo e senza informazioni complete dove si trovi il tasso naturale di disoccupazione" dice il nostro Larry Hatheway, informazione decisiva per stabilire il livello del tasso di interesse naturale.

"Grande è la confusione sotto il cielo". L'Alpha e il Beta della settimana scorsa terminava con la celebre frase di Mao ma, a differenza di quanto pensasse il dittatore cinese, la situazione è tutt'altro che eccellente. Non è detto che, una volta terminati i programmi straordinari dei QE i rendimenti saliranno in modo automatico. Non ci sono solo le Amazon e le Alibaba con i loro nuovi moduli produttivi a esercitare pressioni verso il basso.

Dietro il rallentamento dell'attività economica ci sono fattori strutturali di lungo termine come la contrazione della forza lavoro, effetto delle dinamiche demografiche, e i deboli avanzamenti nella produttività. I Baby-Boomers, i nati tra il 1946 e il 1964, stanno via via andando in pensione (buon per loro), sostituiti da automazione e coorti di giovani con minore esperienza, minori tutele e meno costosi. L'abbondanza di capitale, il "saving glut" di cui parlava Ben Bernanke, l'eccesso di risparmio sulle intenzioni di investimento, è un ulteriore fattore di pressione verso il basso dei rendimenti.

Nel dramma di Pirandello c'è un settimo personaggio, Madame Pace, che entra in scena a rappresentazione avviata.



Anche nella nostra rappresentazione c'è un settimo personaggio, l'investitore che, se i rendimenti bassi non dipendessero esclusivamente dalle politiche monetarie eccezionali, sarebbe alle prese con le conseguenze sulle scelte allocative. Negli Stati Uniti i rendimenti potrebbero restare più bassi di quanto pensino i banchieri centrali, nell'Eurozona potrebbero restare bassi anche in seguito all'esaurimento dei programmi di QE della Banca Centrale Europea.

Il segno zodiacale del 2018, L'Alpha e il Beta lo ha scritto in passato, è la maggiore volatilità. Il dollaro forte mette in tensione gli asset emergenti, il nervosismo per i rendimenti in salita deprime la domanda di credito e allarga gli spread, le molteplici fonti di incertezza, monetarie, economiche e geopolitiche hanno depresso le performance di molte strategie non direzionali.

Banche centrali in cerca del loro autore, cioè normalizzazione e tassi naturali di interesse, la strategia commerciale di Trump da qui alle elezioni di metà mandato a novembre, l'Eurozona alle prese con Brexit, la gestione del fenomeno migratorio e le politiche centrifughe del Gruppo di Visegrad: molteplici fonti di incertezza dai molteplici possibili esiti suggeriscono di porre maggior enfasi sulla preservazione del capitale.

Le scelte allocative del nostro portafoglio multi-asset sono orientate a moderata esposizione al rischio azionario, molto bassa esposizione al reddito fisso governativo senza rischio di duration, attenta selezione di strategie non direzionali e a bassa correlazione, confermata (ma leggermente ridotta) l'esposizione a strategie ad alto beta in Europa e nei mercati emergenti, prestando estrema attenzione all'evoluzione dello scenario globale.

“Lasciami almeno una lampadina, per vedere dove metto i piedi!” è la battuta finale del dramma di Pirandello, buona anche per tutti noi.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

2 luglio 2018

Anni '30

Siamo testimoni di alcune analogie con gli Anni Trenta ma se il gioco delle similitudini storiche non deve prendere la mano, ci sono segnali che sarebbe rischioso trascurare

Non succedeva dal 1938. La nazionale di calcio tedesca esce dal Mondiale di calcio in Russia agli ottavi di finale, la seconda volta in ottant'anni.

Il precedente fu la partita con la Svizzera ai Mondiali di Francia del 1938, terza edizione della Coppa Rimet, come si chiamava allora la Coppa del Mondo.

Allo stadio Parco dei Principi a Parigi, davanti a ventimila spettatori, il 9 giugno la Germania perde contro la squadra rossocrociata ed esce dal Mondiale. Era la seconda partita tra le due nazionali, l'incontro di quattro giorni prima era terminato ai tempi supplementari con un anodino 1-1, per il regolamento di allora la partita andava rigiocata.

“Il vero calcio rientra nell'epica” scrisse il grandissimo Gianni Brera dopo il 4 a 3 di Italia Germania nel 1970. La partita del 9 giugno 1938 entra di diritto nell'epica del calcio. Dopo la prima rete subito dopo soli otto minuti, la Svizzera reagisce e pareggia ma il primo tempo termina con il vantaggio della Germania. Il secondo tempo è entrato nella storia del calcio elvetico, in meno di quindici minuti la Svizzera segna tre gol, la partita termina con un netto 4 a 2.

La Germania abbandona il Mondiale mentre la Svizzera, allenata da Karl Rappan l'inventore del “catenaccio”, avanza ai quarti di finale dove perderà con l'Ungheria. Quel Mondiale è il miglior risultato nella storia della nazionale elvetica ... fino a oggi, vediamo cosa accadrà nei prossimi giorni!



Mondiali 1938, un momento di Svizzera-Germania

Quella del '38 fu una Coppa del Mondo fortemente condizionata dall'aria fetida che si respirava in Europa.

Assente la Spagna, devastata dalla guerra civile, assente l'Inghilterra per protesta contro le dittature in Germania e in Italia.

La nazionale di Vittorio Pozzo, che avrebbe vinto la Coppa Rimet per la seconda volta consecutiva, fu duramente contestata a Marsiglia dagli anti-fascisti e dai rifugiati italiani, fuori dallo stadio e sugli spalti, al saluto romano. Scrive Pozzo nelle sue memorie: “vado in campo colla squadra, ordinata alla militare, e mi pongo sulla destra. Al saluto, ci accoglie come previsto una bordata solenne e assordante di fischi, di insulti e di impropri. Pare di essere in Italia tanto le espressioni a noi rivolte echeggiano nell'idioma e nei dialetti nostri”. Attesa a Lione per la partita con la Svezia, non si presentò neppure l'Austria, da pochi mesi annessa alla Germania nazista. I migliori giocatori della nazionale austriaca furono convocati nella selezione tedesca ma il rancore politico non poteva essere cancellato facilmente. I sei giocatori tedeschi e i cinque austriaci sembravano due squadre messe insieme in fretta che gareggiavano anche tra loro.



L'eliminazione della Germania agli ottavi della Coppa del Mondo 2018 rievoca il precedente di ottant'anni fa ma non è l'unico episodio a riportarci a quegli anni. Come allora, l'aria è saturata di denunce del libero commercio, di attacchi alla solidarietà, di nazionalismo. "Una volta che sarà chiaro che il populismo non funziona perché offre solo di esprimere la rabbia e non risposte effettive, allora i populistici potrebbero alzare la posta: e chissà dove la dinamica di questo scenario ci porterebbe; i paragoni con gli anni Trenta non sembrano più inverosimili" dice Tony Blair al Corriere della Sera.

Anche il Financial Times parla delle eco sinistre degli anni Trenta, "le guerre commerciali e la presa di mira delle minoranze in America e in alcuni Paesi europei hanno una forte eco storica". Nel 1930 il Congresso americano approvò lo Smoot-Hawley Act, la legge che imponeva tariffe doganali su centinaia di prodotti importati negli Stati Uniti.



Reed Smoot (a sinistra) e Willis C. Hawley, nell'aprile 1929, poco prima dell'approvazione della loro legge alla Camera dei Rappresentanti. Fonte: National Photo Company Collection/Library of Congress.

Willis Hawley e Reed Smoot non erano economisti né esperti di commercio internazionale, provenivano entrambi dall'America rurale, il primo dall'Oregon, l'altro dallo Utah, uomini d'affari che ispiravano le proprie azioni al "buon senso". E per loro il "buon senso" significava l'isolazionismo degli Stati Uniti, pensare che le esportazioni arricchissero il paese e le importazioni lo impoverissero. Peccato che il buon senso faccia spesso a pugni con le regole complesse dell'economia, il "buon senso" dello Smoot Hawley Act venne fatto a pezzi da Milton Friedman nella sua monumentale Storia Monetaria degli Stati Uniti, il commercio non è il proseguimento della guerra con altri mezzi, per dirla con Clausewitz, non è un gioco a somma zero. Un ascoltato consigliere economico di Hoover lo pregò inutilmente di non firmare quella legge che aveva definito asinina. In seguito Thomas Lamont scrisse che il presidente non solo non gli diede ascolto ma "quella legge intensificò il nazionalismo in tutto il mondo".

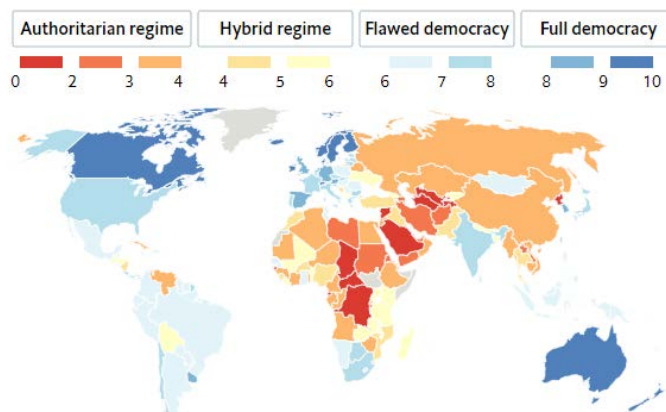
Non fu lo Smoot-Hawley Act a causa della Grande Depressione ma certamente contribuì ad avvelenare le acque dei pozzi già vuoti degli scambi internazionali. Furono necessari molti anni per riparare i danni del protezionismo di quel periodo.

In quegli anni si confrontarono una vecchia potenza e una nuova potenza emergente nella contesa per la primazia mondiale. Al termine della Grande Guerra la Gran Bretagna si era scoperta più povera e più vulnerabile, gli Stati Uniti, al contrario, si trovarono nella posizione di creditori globali. L'acme venne raggiunto a Bretton Woods, quando Keynes si scontrò duramente con l'americano White per la supremazia valutaria globale (confronto vinto da White e dal dollaro, con tutta evidenza). Oggi è la Cina a sfidare gli Stati Uniti in ambiti in cui la leadership americana è stata fino ad oggi incontrastata, difesa e tecnologia.

L'obiettivo cinese "Made in China 2025" prevede per quell'anno l'autosufficienza, per almeno il 70%, nell'Information Technology, robotica, auto elettriche e sistemi di guida autonoma. La Cina ha tolto al Giappone il secondo posto di detentore di nuovi brevetti, nel giro di due anni potrebbe insidiare il primato degli Stati Uniti (vedi L'Alpha e il Beta del 7.5.2018), il primato tecnologico è la vera posta in gioco nella guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina.

"La storia è storia" dice Jin Liqun presidente della AIIB l'Asian Infrastructure Investment Bank "quanto accaduto settant'anni fa [a Bretton Woods] è molto diverso da quanto accade oggi, in tutti questi anni noi uomini abbiamo capito l'importanza della promozione della pace e dello sviluppo". Ragionevolezza che ci auguriamo prevalga.

Come negli anni Trenta, e poi negli anni della Guerra Fredda, è in atto uno scontro ideologico che però nulla ha a che fare con le ideologie del passato. Da una parte ci sono coloro che identificano la causa dell'impoverimento dei ceti più fragili nell'apertura internazionale, nel libero scambio, nella circolazione di merci, capitali e persone. Dall'altra ci sono i paladini dell'ordine liberale e della collaborazione multilaterale retta da organismi internazionali come la Banca Mondiale, il Fondo Monetario, l'Organizzazione del Commercio Mondiale.



Secondo l'Economist, oltre la metà dei paesi dell'indice di "salute democratica" hanno registrato un peggioramento dei loro rating. Fonte, The Economist, 31.1.2018



Come negli anni Trenta, la semplificazione della politica conduce al leaderismo, l'Economist riporta che meno di un terzo dei giovani americani ritiene essenziale vivere in democrazia.

Avanza la tentazione dell'uomo forte, Duterte, Erdogan, Al Sisi, Putin, Maduro, Orban che parla tranquillamente di "democrazia illiberale". Anche Trump, presidente di quella che per milioni di persone è stata terra di libertà e opportunità, si iscrive nel solco della semplificazione e della leadership autoritaria: i fatti al confine con il Messico, la spregiudicatezza con l'Europa, il taglio delle tasse che aumenta le disuguaglianze e blocca l'ascensore sociale. Joe Stiglitz rivela che ai suoi studenti è solito dire "potete fare solo una cosa oggi in America, scegliere i genitori giusti, se sbagliate, the game is over".

Il gioco delle similitudini storiche non deve però prendere la mano. Non siamo negli anni '30, sarebbe però rischioso sottovalutare alcuni segnali. Il nemico del populismo nazionalista non è il globalismo elitario, scrive l'economista Kaletsky, ma il realismo economico, "alla fine è la realtà a vincere sempre".

Cinque anni fa, proprio in questo periodo, Ben Bernanke annunciava l'avvicinarsi della svolta nella politica monetaria della Fed: la reazione dei mercati fu immediata e violenta, crebbe il rendimento del Treasury e si innescarono vendite feroci su valute e obbligazioni emergenti. Cinque anni dopo, e dopo il settimo aumento dei tassi dal dicembre 2015, le reazioni del mercato sono molto diverse. Comprensibilmente, Powell è più sensibile alle condizioni dell'economia domestica che alle ripercussioni internazionali delle sue scelte, la Fed aumenterà ancora i tassi quest'anno e proseguirà l'anno prossimo, la condizione è che la disoccupazione resti bassa e la crescita economica prosegua.

A questo proposito la Camera di Commercio americana mette in guardia dal "perdere di vista il quadro complessivo e ciò che significa per il nostro paese": 134.000 posti di lavoro sono a rischio per le misure tariffarie annunciate, 470.000 per le possibili misure ritorsive adottate da altri paesi e per l'aumento dei prezzi interni, un milione ottocentomila, "il numero grosso", sono i posti di lavoro a rischio nel caso di ritiro dagli accordi NAFTA. La Camera di Commercio si rivolge a tutti ma vuole che suocera, cioè l'Amministrazione, intenda.

Fenomeni strutturali di lungo termine nelle economie avanzate contrasteranno la salita dei rendimenti: la crescita debole della forza lavoro, la debolezza degli incrementi di produttività. C'è la possibilità che i rendimenti restino bassi anche dopo il termine dei QE, un'eventualità con implicazioni per i portafogli e gli investitori. L'inflazione e l'occupazione restano le grandezze da tenere d'occhio, il dollaro, sostenuto dal doppio drenaggio di liquidità di banca centrale e Tesoro, metterà sotto pressione le valute e gli asset delle economie emergenti.

"Grande è la confusione sotto il cielo" ma, a dispetto di quanto pensasse Mao, la situazione è tutt'altro che favorevole, continueremo a parlarne la settimana prossima.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguitemi 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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

18 giugno 2018

Ricordando Franco Modigliani

Il 18 giugno 1918 nasceva a Roma Franco Modigliani, nel centenario della nascita L'Alpha e il Beta prende una pausa dal consueto commento all'attualità finanziaria per ricordare uno dei più influenti economisti del Novecento, primo italiano, benché naturalizzato americano, a vincere il premio Nobel per l'Economia.

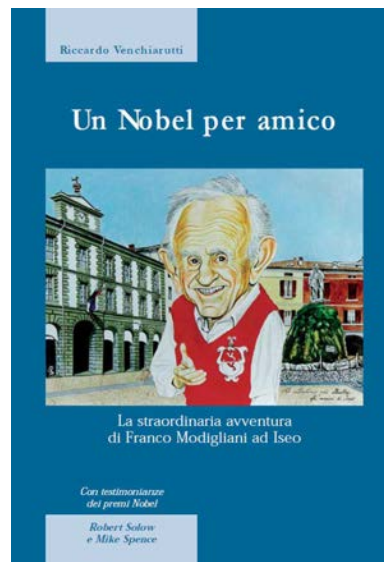
Perché si risparmia? Secondo gli psicologi il risparmio risponde a un innato bisogno di sicurezza, è funzione dell'appagamento dei desideri immediati e del condizionamento esterno di certi tipi e livelli di consumo.

Per gli economisti gli individui risparmiano per costituire riserve di valore per fronteggiare gli imprevisti, per garantirsi tranquillità economica al termine dell'attività lavorativa, per beneficiare degli interessi e dell'aumento del capitale. Queste istanze di precauzione, previdenza, calcolo sono le premesse del ragionamento di Keynes sul moltiplicatore del consumo, fondamentale nell'impianto della Teoria Generale. Per Keynes il risparmio tende ad aumentare con l'aumento del reddito perché il consumo tende sì a crescere, ma non in modo proporzionale. Un contributo fondamentale alla teoria keynesiana del risparmio lo diede un economista italiano, naturalizzato americano, che elaborò la teoria nota come "Ciclo Vitale del Risparmio". Proprio oggi quell'economista, Franco Modigliani, avrebbe compiuto cento anni, e il centenario della nascita è un'ottima occasione per ricordare una delle menti più brillanti del pensiero economico del Novecento.

Modigliani è stato il primo italiano a ricevere il premio Nobel per l'Economia ma nel medagliere del premio anche questo è attribuito agli Stati Uniti perché il giovane Franco, studente di legge alla Sapienza, fu costretto a lasciare l'Italia assieme alla futura moglie Serena un anno dopo la promulgazione delle leggi razziali. "Approdammo negli Stati Uniti d'America il 28 agosto 1939, quattro giorni dopo scoppiò la guerra", scrive Modigliani nella sua autobiografia.

I primi passi nello studio dell'economia avvennero negli stessi anni in cui cominciava a diffondersi la Teoria Generale di Keynes, vera e propria rivoluzione del pensiero economico.

Paul Samuelson la paragonò a "una malattia che colpiva gli economisti sotto i 35 anni", Modigliani ribalta il concetto di malattia riferendola alla disoccupazione. "La mia comprensione della rivoluzione keynesiana è stata graduale e mi ha accompagnato per tutta la vita ... il grande contributo di Keynes consiste in questo: prima di lui la disoccupazione di massa era considerata come aberrazione transitoria del sistema, come un raffreddore che ogni tanto ti colpisce ... Keynes ha dimostrato che non si tratta di un'aberrazione casuale ma di una risposta fisiologica a certi disturbi ... ha insegnato come la malattia può essere curata ... ha mostrato che in mancanza di cure appropriate la malattia può durare a lungo" scrive Modigliani nel suo *Avventure di un economista*, avvincente racconto autobiografico.



"Un Nobel per amico", Riccardo Venchiarutti (2008). Modigliani e Venchiarutti hanno fondato I.S.E.O. Istituto di Studi per l'Economia e l'Occupazione.



Il suo contributo al pensiero economico è enorme, con Miller dimostrò l'indifferenza del valore di un'azienda rispetto alle sue fonti di finanziamento, contribuì alla diffusione del pensiero keynesiano, ha lavorato con la Banca d'Italia per l'implementazione dei suoi modelli econometrici, la teoria del Ciclo Vitale del Risparmio è fondamentale anche per le sue implicazioni macroeconomiche. Nel 1985 gli venne riconosciuto il premio Nobel, "attribuito per i fondamentali studi sul risparmio e sui mercati finanziari" recita la motivazione ufficiale.

Negli anni Cinquanta la prima versione della teoria del ciclo vitale prende forma grazie a un vero e proprio episodio di serendipità, ovvero quando il caso favorisce una felice scoperta o un'intuizione brillante. Modigliani partecipava a una conferenza sul risparmio che "annoì a morte" lui e il giovane studente che lo accompagnava, Richard Brumberg.

"Sentimmo ripetere fino alla nausea che il risparmio aumentava con il reddito, che più eri ricco e più risparmiavi". L'idea che il risparmio fosse un privilegio dei più abbienti non convinceva né il professore né lo studente. I due ne parlarono nel viaggio di ritorno da Minneapolis a Urbana nell'Illinois, in quello scambio di idee prese forma il nucleo della teoria del ciclo vitale. La premessa è che gli obiettivi del risparmio non sono finanziari ma extra-economici, orientati alla sicurezza individuale o familiare nel lungo termine. "Risorse da spendere più tardi, messe da parte in periodi di vacche grasse per essere consumate in periodi di vacche magre al fine di mantenere un consumo medio stabile nel corso della vita ... periodi di vacche grasse come l'età centrale della vita di un uomo, periodi di vacche magre come l'età successiva al pensionamento, cui segue un ridursi notevole della capacità di guadagnare ... per capire il risparmio, bisognava dare molta più attenzione a un soggetto quasi ignorato e cioè al ciclo vitale del reddito e del consumo". Magari l'intuizione non è delle più originali, ma certamente originali e pionieristici furono i passi immediatamente successivi, come i due formalizzarono in un modello le conseguenze economiche di quell'intuizione. "Contrariamente al credo accettato da tutti i convenuti a Minneapolis, in un'economia a crescita stabile la quota risparmiata non dipendeva dal reddito pro capite ... quella quota variava invece con il tasso di crescita del reddito".

Modigliani contestava che solo i ricchi risparmiassero e che i meno abbienti consumassero più del loro reddito. Nel suo modello il risparmio è funzione del rapporto tra anni lavorativi e anni di pensionamento, "non c'era ragione di pensare che questo rapporto variasse sistematicamente con il reddito vitale".

Modigliani assimila il ruolo del risparmio a quello delle scorte in un'azienda: queste hanno la funzione di isolare la produzione dalla ciclicità stagionale o economica, quello ha la funzione di mantenere stabili i comportamenti di consumo separandoli dalle variazioni del reddito. In termini formali, la teoria assume "che gli individui tentino di massimizzare l'utilità derivante dal consumo lungo tutto il loro ciclo vitale" (M. Baranzini).



"Avventure di un economista" Franco Modigliani, Laterza 1999

La teoria del ciclo vitale riguarda i singoli individui o famiglie e le loro personali scelte di distribuzione dei consumi (ovvero la loro pianificazione finanziaria) eppure ha importanti implicazioni anche di natura macroeconomica: il tasso di risparmio nazionale è in questo caso una funzione non del livello del reddito ma del suo tasso di crescita. "Senza la teoria del ciclo vitale" scrive Angus Deaton, premiato con il Nobel nel 2015 "avremmo molto meno da dire su questioni cruciali come i sistemi di welfare pubblici e privati, gli effetti del mercato azionario nell'economia, gli effetti delle dinamiche demografiche nel risparmio nazionale, il ruolo di quest'ultimo sulla crescita economica".

La teoria del Ciclo vitale ha resistito all'usura degli anni salvo che per un aspetto, il passaggio generazionale. Nelle simulazioni originarie di Modigliani e Brumberg non sono contemplati lasciti ereditari, la ricchezza iniziale è sempre pari a zero. Le evidenze empiriche mostrano invece che nelle economie avanzate la ricchezza intergenerazionale costituisce una quota significativa, anche superiore al 50%, della ricchezza totale. "Mentre tra i 20 e i 55 anni la maggior parte della ricchezza proviene dal ciclo vitale, dopo i 55 anni la maggior parte di essa risulta avere natura intergenerazionale" scrive l'economista svizzero Mauro Baranzini. Un nuovo ambito di ricerca è l'integrazione del modello del Ciclo vitale con "una nuova teoria che spieghi le ragioni e le conseguenze dei lasciti intergenerazionali".

In ultimo, un ricordo personale.



Ho avuto occasione di conoscere personalmente il professor Modigliani. Nella telefonata in cui chiedevo del professore per concordare l'orario di vista a lui più comodo, mi sentii rispondere in italiano, con tono cordiale, "Carlo, aspettavo la sua telefonata". Lo raggiunsi nel pomeriggio di quello stesso giorno e fui accolto con amabilità nell'elegante attico sul Memorial Drive a Boston. La moglie Serena, molto ospitale, mi spiegò che avevano lasciato con un po' di dispiacere la casa di Belmont, frequentata dai molti giovani che perfezionavano gli studi con il professore, ma con l'avanzare dell'età un appartamento era più funzionale.

Di quell'incontro conservo il ricordo della sua vivace curiosità, la voglia di avere notizie di prima mano del suo paese di origine, parlammo delle condizioni dell'economia italiana, era appena partita l'unione monetaria, e soprattutto della sua proposta di riforma del sistema previdenziale italiano, messa a punto con Maria Luisa Ceprini. Non smetteva di stupirmi l'energia intellettuale che un anziano professore riversava in un progetto di riforma che sarebbe entrato a regime cinquant'anni dopo.

In modo diretto, tipico degli americani, Modigliani mi chiese esplicitamente per chi votassi, e scambiammo parole salaci sull'attualità politica di quel periodo.

Di quell'incontro mi resta anche il modo originale con cui il professore utilizzava la parola "affascinante". Con le pinze dell'ironia il professore torceva il termine fino a trasformarlo: era affascinante, perché risplendente fino allo stupore, il modo in cui un'olimpica stupidaggine potesse affermarsi nella pubblica opinione, ed era parimenti affascinante, incentivo alla curiosità intellettuale, la pervicacia di convincimenti del tutto distaccati dalla realtà. Di questo tipo fascino non c'è mai penuria, ricordando Franco Modigliani nel centenario della nascita potremmo dire che ne siamo letteralmente sopraffatti.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

4 giugno 2018

L'anello debole

L'euro e l'Europa sono al centro del confronto politico ma per capire le regioni dell'euroscetticismo bisogna tornare agli anni Settanta, quando si presentarono due fenomeni decisivi, le cui conseguenze arrivano sino a oggi

Il recente confronto tra le forze politiche si è svolto soprattutto su Europa e moneta unica. Commenti sovrabbondanti, dichiarazioni ondivaghe, pubblica opinione polarizzata. Anche i mercati hanno fatto sapere con una certa veemenza quello che pensano, all'opzione definita "Piano B" hanno risposto con l'allargamento dello spread e, soprattutto, con il brusco innalzamento dei rendimenti del titolo a due anni, termometro della fiducia nella capacità di un paese a onorare gli impegni nel breve termine.

I mercati non sono un'entità misteriosa che manovra i destini degli stati, non sono una specie di gigantesca Spectre che manipola prezzi e rendimenti (come qualche incauto giornalista ha lasciato intendere). Nella realtà i mercati, ricordiamolo al colto pubblico e all'inclita guarnigione, sono l'habitat di una fauna variegata, il luogo dove cercano rendimento in cambio di ragionevole rischio anche i risparmi di milioni di persone, le loro pensioni, le loro sicurezze familiari. Sono un luogo certamente imperfetto, ma il meno imperfetto, dove si incontrano operatori che hanno obiettivi di segno diverso (uno acquista, l'altro vende) ma condividono le medesime informazioni. Sono un luogo "prepolitico" dove non ci sono preferenze di parte semmai aspettative sugli esiti economici delle scelte dei governi, senza giudizio alcuno sulle loro matrici ideologiche.

Spread e rendimenti a breve non hanno reagito a una certa soluzione di governo ma al rischio di ridenominazione del debito, di indebolimento della moneta, il bastione che assicura gli scambi e il valore del risparmio nel tempo.



La copertina dell' Economist del 2 giugno 2018

La Banca Centrale Europea, che lo scorso 1° giugno ha celebrato il ventesimo anniversario della costituzione, è garante della solidità della moneta unica, prima di barattare un asset sicuro con la lira o altre nuove forme monetarie, forse è bene interrogarsi sui costi economici e soprattutto sociali. I meno giovani ricordano i mini-assegni, i gettoni del telefono usati come moneta e l'inflazione, tassa nascosta pagata soprattutto dai più deboli. Non è vero che si stava meglio quando si stava peggio.

L'euroscetticismo non è un fenomeno solo italiano, è un sentimento radicato nelle pubbliche opinioni di tutta Europa. La crisi ha messo in evidenza le falle della costruzione europea, ha ampliato le differenze tra paesi del nord e del sud. L'incapacità di aggiustare i disequilibri e la perdita di competitività hanno allargato le platee degli euro-scettici, l'idea di poter fare da soli blandisce gli italiani come i tedeschi.



Non siamo soli. Dall'altra parte dell'Atlantico i "forgotten men" della Rust Belt hanno sancito il successo di Trump, a nord della Manica la diffidenza verso gli immigrati stranieri ha determinato l'esito del referendum del 2016, a est il rancore verso l'Europa occidentale è l'humus del nazionalismo dei paesi del "Gruppo di Visegrad".

Lo svilimento del lavoro e le disuguaglianze nella distribuzione della ricchezza costituiscono la Grande Faglia che attraversa questo tempo, fonte di incertezza e instabilità proprio come la grande faglia di Sant'Andrea che attraversa in profondità la California. Gli squilibri di sistema e l'origine dei movimenti "anti" affondano le loro radici in due grandi fenomeni che si manifestarono negli anni '70:

1. il primo fu la rivoluzione del sistema monetario internazionale. Il 15 agosto 1971 il presidente Nixon interruppe la trasmissione del telefilm Bonanza per annunciare agli americani e al mondo che il dollaro non sarebbe più stato convertibile in oro. Fu un "liberi tutti" che squassò l'ordine monetario globale, dissolse la trama dei cambi fissi ordita nel 1944, il mondo entrava nel territorio inesplorato dei cambi flessibili, dei tassi di interesse volatili e delle frequenti crisi finanziarie; fu impiantato l'embrione della finanziarizzazione dell'economia;
2. il secondo fenomeno fu la sorpresa di vedere, nelle economie avanzate, stagnazione economica accompagnata da inflazione. L'inflazione in assenza di crescita venne definita "stagflazione", fenomeno inedito che prese di sorpresa l'accademia e la politica.

Furono due cambi di paradigma, monetario ed economico, che alterarono l'equilibrio del secondo dopoguerra. Nel nostro paese la stagflazione pretese un pedaggio pesante in termini economici e sociali, nel 1960 il Financial Times premiò la lira con l'Oscar della moneta più stabile, negli anni '70 la divisa italiana divenne "liretta".

In quegli anni cominciò la progressiva svalutazione del lavoro in quattro semplici mosse:

1. la stagflazione fu un fenomeno che le teorie economiche neo-keynesiane non interpretarono compiutamente, Keynes e il paradigma della piena occupazione uscirono dalle università e dalle prassi di politica fiscale;
2. si fece strada l'idea della massimizzazione del valore per gli azionisti (shareholder value), obiettivo che divenne prioritario rispetto a reinvestimenti e crescita;
3. la delocalizzazione rese il lavoro più flessibile e precario;
4. l'inflation targeting diventò l'obiettivo principale della Federal Reserve, a premio sull'obiettivo della piena occupazione.

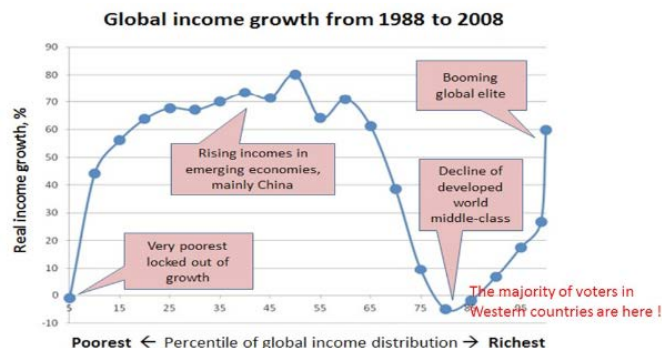
Sono gli anni delle liberalizzazioni e di prosperità economica ma sono anche gli anni in cui si interruppe il grande movimento di diffusione della ricchezza che aveva segnato i decenni dopo la fine della guerra.

La delocalizzazione e la smaterializzazione dei processi produttivi frenarono la crescita dei salari reali, per sostenere i consumi le banche centrali abbassarono i tassi, il debito fu così la stampella alla domanda. Tassi molto bassi per molto tempo diedero però origine a squilibri che vennero in superficie nel 2007 e deflagrarono nel 2008.

Le misure monetarie non convenzionali hanno preservato il sistema dal collasso ma hanno contribuito ad ampliare le disuguaglianze, l'eterogeneità dei fini ha fatto sì che rendimenti del capitale finanziario superiori a quelli delle attività reali hanno beneficiato i detentori di attività finanziarie, così che negli ultimi dieci anni i ricchi sono diventati più ricchi.

Siamo alla storia d'oggi.

Pochi giorni fa al Festival dell'Economia di Trento l'economista Branko Milanovic ha presentato il suo "grafico dell'elefante". È la raffigurazione statistica di chi ha vinto e di chi ha perso con la globalizzazione o, meglio, è la sintesi grafica dell'incapacità delle leadership politiche a governare i fenomeni.



Fonte: Branko Milanovic, World Bank 2012

La "schiena" dell'elefante registra soprattutto l'impetuosa crescita cinese e delle economie emergenti ma anche in Europa, nel nostro piccolo, non mancano i problemi: le politiche di austerità, accompagnate al vincolo della moneta unica, hanno provocato la svalutazione interna del lavoro, che ha pesato soprattutto sulle fasce deboli.



E' un fatto che le politiche europee non abbiano funzionato, che l'austerità abbia amplificato nelle pubbliche opinioni rancori e diffidenze. I costi economici e sociali della crisi sono stati sopportati dai paesi in deficit mentre "i paesi creditori non hanno voluto farsi carico della loro parte di peso, il sistema è difettoso" dice Paul de Grauwe.

Per l'euroscetticismo i vincoli dell'appartenenza sono le sbarre di una gabbia e, al di fuori di essa, cioè fuori dall'Unione Europea, ci sarebbero i vantaggi di una condizione alternativa di cui l'autonomia monetaria è il caposaldo.

Ma non è a causa dell'euro che il nostro paese ha perso posizioni di produttività e competitività, non è per l'euro se la giustizia amministrativa accumula ritardi o se la burocrazia è inefficiente.

Facile e auto-assolutorio addossare alla moneta la responsabilità di più generali inefficienze, aveva ragione Paolo Baffi, grandissimo governatore della Banca d'Italia, che riteneva la moneta "l'anello debole di una catena di relazioni economiche e sociali".

Abbandonare l'euro e l'Unione Europea non è un'opzione, rileggiamo quel capolavoro del pensiero politico che è "Exit, Voice and Loyalty" di Albert Hirschman, sofisticata analisi delle interazioni tra mercato, società e politica nelle fasi dello sviluppo e del declino.

L'intuizione di Hirschman del 1970 non solo conserva straordinaria attualità, ma si attaglia perfettamente alle condizioni del cantiere europeo: è la "voce", la presentazione cioè di argomenti che migliorino le condizioni dell'appartenenza, a dare sostanza alla "lealtà". L'altra opzione, l'"uscita", è sempre la meno desiderabile.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

28 maggio 2018

Il volto su Marte

La cautela sta prevalendo sulla compiacenza, la volatilità scuote le attività più rischiose ma forse le cose non sono sempre come si vedono

Solo pochi mesi fa, una delle parole più ripetute nelle analisi di scenario era 'complacency'. Impropriamente tradotto con 'compiacenza', il suo significato corretto è noncuranza, indifferenza.

In effetti gli ultimi mesi del 2017 e delle prime settimane del nuovo anno furono davvero segnati da una diffusa, apparente trascuratezza. Del resto, perché andare via dalla festa finché girano gli alcolici? Le politiche monetarie restavano accomodanti, gli utili societari promettenti (promesse ampiamente mantenute, in molti casi oltre le attese), e poi il taglio delle tasse negli Stati Uniti, la crescita globale sincronica.

L'altra faccia della medaglia, il vero rischio della 'complacency', era l'assunzione di troppi rischi da parte di troppi. I segnali non mancavano: la piena occupazione negli Stati Uniti, in Gran Bretagna, nel nord Europa, in Giappone, il prezzo di commodity e petrolio in crescita e quindi, a inizio febbraio, la crescita dei salari negli Stati Uniti. In queste ultime settimane in cui le fonti di incertezza hanno acquisito profili più nitidi, la compiacenza cede il posto alla cautela.

Il Treasury ha superato il livello del 3%, non accadeva dal 2014 (ne abbiamo parlato su L'Alpha e il Beta del 30 aprile scorso). Anche il prezzo del petrolio è tornato ai livelli del 2014. Dopo i fasti dei 100 dollari nel 2014 (Brent Crude) il prezzo è sceso verso i 40 nel 2016, un po' per la domanda globale lenta, un po' per l'offerta dello shale oil americano. I paesi produttori hanno adottato azioni comuni per sostenere il prezzo, si sono messi d'accordo su due grandi principi, maggiore flessibilità concessa a paesi con situazioni politiche particolarmente gravi (la Libia), l'inclusione di paesi non aderenti al cartello (la Russia). Favorito dalla solida ripresa globale e dalle sanzioni americane all'Iran, il prezzo del greggio è arrivato a quota 80 dollari a barile prima di ritracciare.

Negli ultimi mesi gli indici delle sorprese economiche si sono girati al negativo, l'attività economica in Europa sembra rallentare, deludendo i capitali che cercano rendimento fuori dagli Stati Uniti.

Poi c'è il dollaro il cui rally più lungo dal 2015 ha tolto il sonno a molti, tra questi il presidente argentino Macri, costretto a chiedere aiuto al Fondo Monetario nonostante l'accomodamento della banca centrale al 40% del tasso di sconto.

La pressione del dollaro non sembra destinata a rientrare a breve termine, i differenziali di rendimento sembrano in favore del biglietto verde. La forza del dollaro costituisce la fonte di maggior preoccupazione per gli investitori nei mercati emergenti.

Guardando alle nubi che si stagliano sullo scenario economico globale, i fattori che abbiamo messo in fila sembrano mostrare immagini poco promettenti. Sarà capitato a tutti di guardare il cielo a naso in su e riconoscere un volto o un oggetto nella forma delle nuvole, oppure riconoscere un volto nel profilo di una montagna. E' un fenomeno antico che gli psicologi chiamano pareidolia, dal greco 'èidolon', immagine, con il prefisso 'parà', prossimo. E' la tendenza del subconscio a riconoscere strutture e forme ordinate in immagini disordinate, casuali.

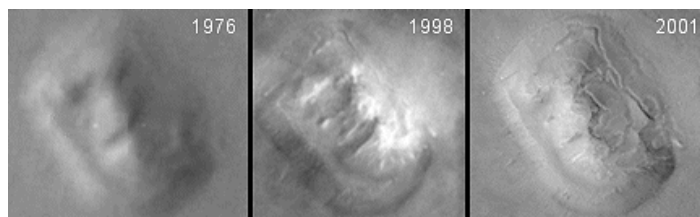
Un celebre caso di pareidolia è la foto scattata dalla sonda Viking 1 su Marte nel 1976. L'immagine non lascia spazio a dubbi, quello che si vede è un volto umano non mancarono all'epoca le teorie su forme di vita e civiltà marziane scomparse.





Il "volto su Marte" rilevato dalla sonda Viking 1 nel 1976. Fonte NASA

Il mistero venne risolto venticinque anni dopo. Nuovi rilievi effettuati con attrezzature più sofisticate dimostrarono che il volto era dovuto a imprecisioni nella trasmissione, alla bassa risoluzione fotografica, all'angolo di inclinazione del Sole. Il "volto" altro non è che un rilievo geologico, una formazione rocciosa che ha conquistato il primato nell'infinita casistica delle immagini curiose.



A sinistra la foto del 1976, rilevata da Viking1, al centro l'immagine del 1998 rilevata dal Mars Global Surveyor, e quindi l'immagine del 2001 ad alta risoluzione. Fonte: NASA

Di pareidolia ha parlato molte volte il professor Legrenzi ne "I soldi in testa" ricordando anche il test messo a punto dallo psicologo Hermann Rorschach, basato sull'idea che di fronte a situazioni ambigue, gli individui tendono a dare spiegazioni in base alla propria esperienza e al proprio carattere. Il test si articola in dieci tavole sulle quali macchie di inchiostro formano figure disordinate, al soggetto del test viene chiesto di dire cosa gli suggeriscono le immagini. Non esistono interpretazioni migliori o peggiori, sta alla perizia dello psicologo elaborare le risposte. In definitiva il fenomeno dimostra l'innata esigenza dell'uomo a conoscere, spiegare, comprendere, il suo bisogno di stabilire legami di senso per colmare l'ansia dell'ignoto.



Una delle "Macchie" del Test di Rorschach

Sempre l'amico Legrenzi, in più di un'occasione ha mostrato un breve filmato degli anni '40, forme geometriche che si muovono su un piano. Due triangoli e un cerchio si spostano attorno a un rettangolo. Tutti gli osservatori tendono a individuare una coppia, composta da un cerchio e un triangolo, insidiata da un 'cattivo', l'altro triangolo. Si tratta di semplici figure geometriche in movimento, eppure non si riesce a non umanizzarne i comportamenti, abbiamo davvero bisogno di vedere storie anche dove non ci sono per non sentirci smarriti!

THE EXPERIMENTS

Method. Our subjects were requested to interpret a moving picture-film of about 2½ min. duration in which three geometrical figures (a large

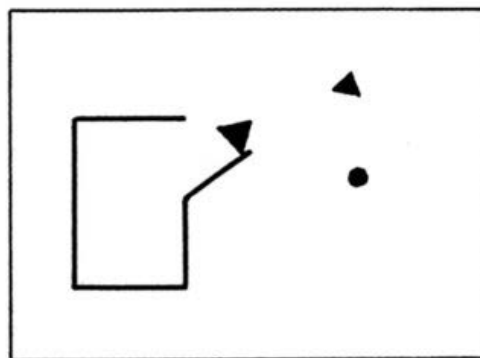


FIG. 1. EXPOSURE-OBJECTS DISPLAYED IN VARIOUS POSITIONS AND CONFIGURATIONS FROM THE MOVING FILM.
Large triangle, small triangle, disc and house.

Tutto molto umano dunque ma, come insegna la finanza comportamentale, la mente inganna e la pareidolia è insidiosa perché tende a semplificare. Era più affascinante spiegare il volto su Marte con suggestive teorie di civiltà marziane scomparse, decisamente più complicato interrogarsi sulle complicate questioni tecniche di quella foto, sugli errori di trasmissione che avevano accentuato le macchie nere, su come migliorare la tecnica fotografica.



La semplificazione si fa ingannevole quando impedisce la comprensione della complessità. La polarizzazione del confronto politico che in queste ore ha fatto un salto di qualità, ha origine nella diade degli opposti semplificazione-complessità e nella forza delle narrazioni.

Fenomeni di pareidolia si rilevano anche nella tendenza a semplificare lo scenario economico.

Le sanzioni americane all'Iran fanno temere per il prezzo del petrolio ma non fermiamoci al profilo della nuvola, le sanzioni avranno un impatto probabilmente inferiore a quanto temuto.

Gran parte della produzione iraniana va verso Cina, India e Turchia, paesi che possono ignorare o aggirare le misure restrittive americane. L'Europa e il Giappone compenseranno il (poco) petrolio iraniano con l'offerta russa e saudita.

L'aumento del costo del carburante ha già eroso parte dei vantaggi derivati dalla riduzione delle tasse per la classe media americana, se il prezzo dovesse aumentare ancora, proprio all'inizio della "driving season", ne risentirebbe il consenso a Trump. In cambio dell'aiuto nel confronto con l'Iran, avversario storico, l'Arabia Saudita ha già annunciato l'aumento della produzione per evitare nuove tensioni sul prezzo del greggio che, infatti, ha già ritracciato.

Poi c'è il dollaro, la cui forza preoccupa soprattutto per le attività finanziarie dei mercati emergenti. L'indice azionario MSCI Emerging Markets è sceso al di sotto della media mobile a 200 giorni, tutte le valute emergenti sono state in ribasso sul movimento del biglietto verde e del Treasury a dieci anni. Che le attività delle economie emergenti siano vulnerabili al dollaro è un fatto ma, anche qui, cautela prima di riconoscere il profilo di un volto in un cumulo di nubi.

Negli ultimi giorni il rendimento del decennale ha ritracciato, sono rientrate le attese dell'inflazione e le minute del FOMC, il Comitato della Federal Reserve che governa i tassi, mostrano una banca centrale disposta a tollerare un po' di inflazione.

Le dinamiche demografiche continueranno a esercitare pressione sui rendimenti, i nuovi processi di produzione e commercializzazione continuano a frenare i prezzi.

A fronte delle molteplici fonti di incertezza e dei possibili esiti multipli, meglio non accondiscendere alle semplificazioni, il "buy the dip" e il "sell the rip" sono due facce della stessa approssimativa narrazione. Meglio restare aggrappati ai fondamentali.

L'attuale ciclo economico negli Stati Uniti è il secondo più lungo del dopoguerra, ha superato i 106 mesi dal febbraio 1961 al dicembre 1969 e potrebbe scalzare il primato della lunga corsa espansiva dal marzo 1991 al marzo 2001, 120 mesi esatti di crescita al tasso medio annuo del 2%. Non c'è ancora motivo per temere un rallentamento nei prossimi mesi.

La grandezza da tenere d'occhio è l'inflazione, la wild card che condiziona i tassi e i rendimenti. Finché la sua direzione non sarà più chiara i mercati resteranno sotto il segno della cautela, meglio acconciarsi a performance azionarie modeste. "Negli Stati Uniti i multipli sono sopra la media, c'è meno spazio per sovraperformance dovuta alle valutazioni" scrive il nostro Larry Hatheway "i rendimenti obbligazionari e i tassi a breve termine continueranno il loro movimento verso l'alto in fase con crescita economica e inflazione mentre le banche centrali proseguono nel loro processo di normalizzazione".





Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.

Copyright © 2018 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



L'ALPHA E IL BETA

22 maggio 2018

Demitizziamo Warren Buffett

Warren Buffett è una leggenda ma nonostante i suoi inviti a poche e semplici regole, il suo approccio agli investimenti non è replicabile dal semplice risparmiatore

Il 10 maggio 1965 Warren Buffett acquisì la maggioranza del capitale della Berkshire Hathaway Inc., società tessile del New England in forte crisi. Raccontò in seguito che quell'operazione fu il suo primo errore, "benché sapessi che il suo settore, il tessile, fosse in crisi, mi convinse all'acquisto il prezzo molto conveniente". Buffett era stato allievo di Benjamin Graham, insuperato teorico dello stile di investimento "value", cioè, per dirla in modo semplice, la preferenza verso società il cui prezzo sia al di sotto del loro valore intrinseco. Il prezzo della Berkshire valutato dal giovane Buffett nel 1965 era conveniente in rapporto al valore degli asset, ma del tutto scollegato dai multipli, dalle prospettive di redditività.

Da quel maggio di tanti anni fa e a dispetto di quel primo errore, Warren Buffett si è affermato come sagace e abilissimo investitore, è diventato l'Oracolo di Omaha, la città del Nebraska dove nacque nel 1930.



Immagine storica della Berkshire Hathaway. Photo credit: Richard Forth.

In rete si possono trovare facilmente i suoi aforismi e i suoi suggerimenti, non ci sono equivoci nella sua filosofia, per oltre cinquant'anni coerente con i postulati dell'approccio "value" teorizzati da Graham nel suo "The Intelligent Investor", in modo particolare nei capitoli 8 e 20: prima di acquistare le azioni di una società studia bene i suoi numeri, valuta il settore in cui opera, la qualità del suo management e le prospettive degli utili. Poi valuta il suo prezzo e sincerati che sia sufficientemente a sconto, meglio ancora se c'è il "margine di sicurezza", un ulteriore sconto sul prezzo che tuteli da possibili errori di valutazione. Si è portati a credere che seguendo i principi di Buffett e del suo storico partner Charles Munger, tutti possano fare buoni affari in borsa. Per ottenere risultati apprezzabili bastano poche, buone società, la diversificazione non serve anzi, "è l'alibi degli ignoranti".

Frase perentoria che spazza via sessant'anni di letteratura finanziaria. Buffett lo dice dall'alto dei suoi risultati. Dagli anni '70 ad oggi la Berkshire Hathaway, trasformata nel frattempo in holding finanziaria, ha messo a segno ritorni annui a doppia cifra, dando concreta solidità alle due celebri "regole buffettiane": Regola Numero Uno non perdere denaro, Regola Numero Due non dimenticare mai la Regola Numero Uno.

Lo scorrere del tempo è un mistero, le nuove conoscenze spiegano il tempo in modo del tutto diverso dalle equazioni di Newton, "passato e futuro non si oppongono più come a lungo si è pensato" scrive Carlo Rovelli nel suo L'ordine del tempo. Ma per noi povere creature mortali la freccia del tempo scorre inesorabilmente solo in avanti, lo scorrere del tempo è l'esperienza del tempo cantata da Bob Dylan. "The times They are a-changin'", i tempi cambiano e dal 1965 Buffett e il suo socio Munger sono, come noi, un po' più vecchi, i mercati finanziari si sono trasformati ed è cambiata anche la filosofia di investimento della Berkshire.



Attiva principalmente nel settore assicurativo, dal 2007 ha cominciato la trasformazione in holding finanziaria, acquisendo partecipazioni in grandi società industriali, secondo l'Economist sono stati investiti 106 miliardi di dollari in 158 società.



"The slow one now / Will later be fast / As the present now / Will later be past ..." ("Il più lento adesso sarà in seguito più veloce e ciò che ora è il presente diventerà passato") Bob Dylan, "The times They are a-changin'"

La Berkshire "può trasformare l'acqua in vino?". Neppure Buffett può comprare solo "titoli che vanno su" e l'indagine del settimanale inglese documenta come il contributo alla performance delle acquisizioni industriali sia stato modesto.

I rendimenti medi annui tra l'8 e l'11% sono dovuti in buona misura alla componente finanziaria. Ma allora perché Buffett continua nella politica di acquisizioni, come ha detto nell'ultima assemblea annuale degli azionisti, facendo sapere che in cassa ci sono 116 miliardi di dollari da spendere? Certo, le valutazioni sono tirate, è pressoché impossibile trovare società a sconto, men che meno con i "margin di sicurezza" che piacciono tanto a Buffett e a Munger, ma in giro ci sono sempre buoni affari, ha assicurato Buffett. Perché l'economia si muove in cicli, se i ROE delle acquisizioni fatte fin qui sono bassi è probabile si muovano in futuro, sostenuti dai profitti attesi.

Insomma non è proprio vero che la diversificazione sia l'alibi dell'ignorante.

Attenzione quindi a seguire alla lettera il consiglio di tenere in portafoglio pochi e selezionati titoli, quelli sui quali è stato fatto uno studio serio, di cui si sa tutto e che non daranno cattive sorprese. Conoscere bene un titolo o uno strumento di investimento è un principio aureo e sempre valido, ma c'è una difficoltà non da poco per chi voglia emulare lo stile di Warren Buffett.

E' ora di smitizzare il Saggio di Omaha, continuiamo pure a leggere le sue parole di saggezza oracolare ma il risparmiatore ordinario si tolga dalla testa l'idea di poterlo imitare. Buffett opera su un altro piano, non è vero che investire è faccenda semplice se si seguono poche basilari regole tipo "se una società va bene il titolo prima o poi gli andrà dietro". Buffett acquista partecipazioni rilevanti, mette uomini di fiducia nei Board o nel management. Il suo non è un approccio alla portata di tutte le tasche.



David Swensen. Photo credit: Michael Marsland/Yale University.

Per tutte le tasche è preferibile lo stile di David Swensen, storico gestore della Fondazione Yale. Anche Swensen è, come Buffett, un gestore value e, come Buffett, ha una storia di solidi track record alle spalle. Ma, a differenza di Buffett, Swensen è un convinto sostenitore dei benefici della diversificazione di qualsiasi portafoglio di investimento.



Il suo “Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment” è una guida agli investimenti dedicata agli investitori privati ai quali raccomanda di diversificare molto il portafoglio e di utilizzare strumenti di investimento come fondi e ETF. Per Swensen un portafoglio diversificato non è l'alibi dell'ignorante ma il risultato di un serio lavoro di approfondimento che utilizza strumenti statistici temperati dalle valutazioni qualitative del gestore.

“The Times They are a-changin'” anche per i mercati. In GAM Italia abbiamo definito il 2018 “l'anno della verità, verranno al dunque le incertezze del 2016, anno delle sorprese politiche, e del 2017, anno delle sorprese economiche”. Si riavvolge il nastro dei Quantitative Easing, torna la volatilità, causata dalla ritrovata attenzione dei mercati alla politica, torna il valore della gestione attiva.

“Strategie di gestione attiva creano valore nel lungo termine” ricorda Swensen “ma gli investitori devono prevedere la possibilità di periodi di sottoperformance ... molte strategie complesse esigono orizzonti temporali tra i tre e cinque anni, decisioni che si riveleranno efficaci nel lungo periodo possono sembrare insensate nel breve termine”. Ma sui vantaggi del lungo periodo sia Swensen che Buffett si trovano d'accordo.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

7 maggio 2018

Dietro la guerra dei dazi

La Cina non è più magliette e oggetti a buon mercato, e non è neppure solo infrastrutture. La Cina sta costruendo il suo prossimo ruolo internazionale con massicci investimenti nelle nuove frontiere della conoscenza, insidiando il primato degli Stati Uniti

“Il tratto che più accomuna gli stati asiatici è la loro convinzione di essere paesi ‘emergenti’ o ‘postcoloniali’, tutti hanno cercato di superare l’eredità del dominio coloniale affermando forti identità nazionali”. Così scrive Henry Kissinger. Il paese asiatico che più di altri esprime una forte identità nazionale e una propria concezione dell’ordine globale è la Cina, lo stato unitario più antico del mondo.

Quello che vediamo, quello che va sui giornali, è il protagonismo della Cina nelle infrastrutture e la Via della Seta ne è l’epifenomeno, undicimila chilometri di rete ferroviaria, rotte marine e porti iper-attrezzati. Un New Deal rivisto in salsa cinese.



Il terminal marittimo di Port-au-Pince, con un investimento di circa 30 miliardi di dollari la Via della Seta arriva anche a Haiti. Photo credit AFP.

Nello scorso novembre, nella quasi indifferenza del grande pubblico, si è tenuto a Budapest il vertice dei “16+1”, l’incontro tra sedici paesi dell’Europa dell’Est e il “+1”, ovvero la Cina. I paesi dell’Europa orientale membri dell’Unione provano verso Bruxelles la stessa diffidenza di parte delle pubbliche opinioni dell’Europa occidentale. Ma alla diffidenza si sommano buone dosi di rancore e di frustrazione per il ritardo economico.

Il denaro cinese che finanzia infrastrutture è dunque calorosamente benvenuto, i primi treni merci hanno cominciato a correre sui nuovi binari che collegano la Cina all’Europa.

La Cina che investe in infrastrutture in Africa e adesso anche in Europa è la narrazione nota e familiare al grande pubblico.

Ma c’è un’altra narrazione, meno evidente, che si gioca su due diversi piani.

Nel gennaio 2017 uno dei primi atti dell’amministrazione Trump fu il ritiro degli Stati Uniti dall’accordo commerciale Trans-Pacific Partnership. Il motto “America First” rischia di trasformarsi in “America alone” perché nel mondo globalizzato non è quasi mai vero che “chi fa da se ...” con quel che segue.

Il vuoto di influenza lasciato dagli Stati Uniti viene colmato dalla diplomazia cinese che con il progetto Regional Comprehensive Economic Partnership mira a consolidare rapporti commerciali tra sedici paesi asiatici, tra questi anche Giappone e Australia, tradizionali alleati degli Stati Uniti.

L’idea di negoziare accordi bilaterali tra un partner forte (gli Stati Uniti) e tanti partner deboli si sta rivelando fiacca, anacronistica in un mondo sempre più piccolo nel quale è la cooperazione lo strumento che avvicina al successo. Il commercio internazionale non è un gioco a somma zero come ritenevano i mercantilisti del XVIII secolo.

L’altro piano sul quale si gioca la competizione tra Stati Uniti e Cina è quella della leadership tecnologica.

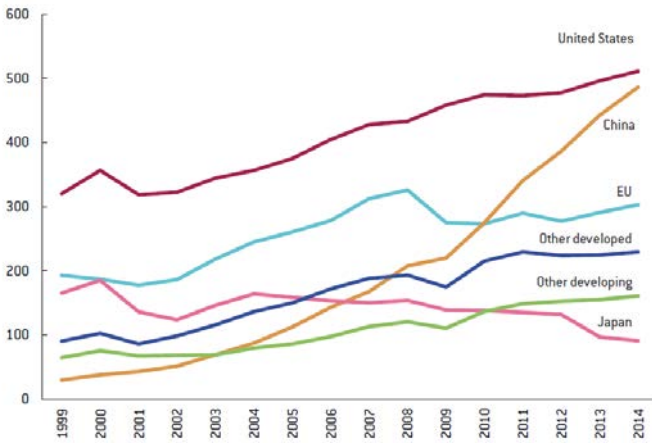
Mentre noi faticiamo a guardare oltre un orizzonte di sei mesi, la leadership cinese ha stabilito e sta già realizzando programmi per i prossimi trent’anni.



NG Kok Song, ex CIO dell'Investment Corporation del Governo di Singapore, lo ha detto chiaro al Salone del Risparmio: la Cina guarda a due importanti ricorrenze, quella del 2021, centesimo anniversario della fondazione del Partito Comunista Cinese, e quella del 2049, quando saranno celebrati i primi cento anni della Repubblica Popolare.

L'obiettivo stabilito per il traguardo del 2021, è "costruire una società moderatamente prospera sotto tutti i punti di vista", che significa spostare l'attenzione da obiettivi quantitativi a obiettivi qualitativi, non importa crescere molto, sarà importante crescere bene.

L'obiettivo di più lungo termine, il 2049, è realizzare "un paese socialista moderno che sia agiato, forte, democratico, culturalmente evoluto e armonioso".



Valore aggiunto creato dalla produzione High Tech. Fonte: Bruegel Institute.

La Cina è una superpotenza emergente, non è più solo la grande fabbrica del mondo ma si prepara a sfidare il detentore del titolo della leadership mondiale. La sfida evidentemente non passa più dalla produzione di spremiagrumi e di magliette ma da massicci investimenti nel settore militare e nella tecnologia, due aree dove è indiscussa la primazia americana.

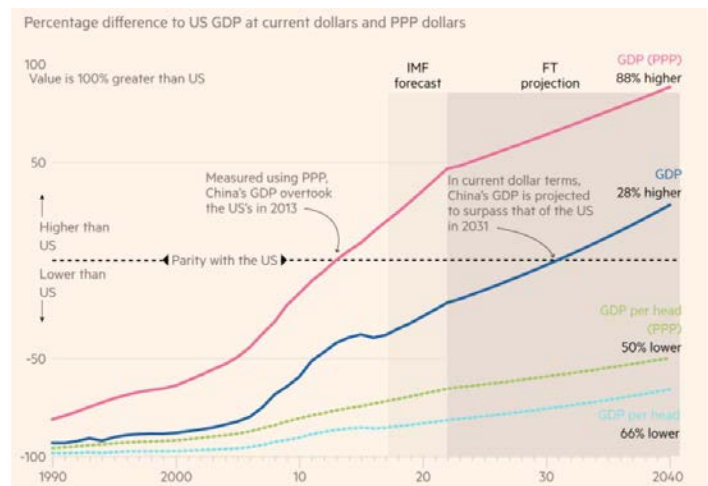
Tra il 2021 e il 2049 c'è anche la data strategica del 2025.

Per il governo cinese l'obiettivo del "Made in China 2025" significa arrivare a quella data con il 70% di autosufficienza in produzioni strategiche come l'Information Technology, la robotica, la produzione di auto a guida autonoma, la costruzione di aerei e di navi con sistemi di navigazione avanzati.

Secondo la World Intellectual Property Organization, la Cina ha strappato al Giappone il 2° posto di detentore di nuovi brevetti, nel giro di pochi anni insidierà il primo posto degli Stati Uniti. La Cina spende oltre il 2% del PIL in Ricerca e Sviluppo, dietro agli Stati Uniti che spendono in R&D il 2,75% del loro PIL (la spesa in R&D dell'Eurozona è attorno al 2%, 1,3% quella italiana).

Grazie ai risultati raggiunti la Cina può permettersi di scalare la marcia e puntare sulla qualità e non sulla quantità.

Il reddito pro-capite cinese è attorno al 14% di quello americano ma se teniamo conto che la popolazione cinese è quattro volte più grande di quella americana, il suo reddito pro capite ricalcolato è il 62% rispetto a quello americano, addirittura 119% se calcolato con il metodo della parità del potere d'acquisto (quello dell'indice "Big Mac", per intenderci) e continua a crescere stabilmente.



Differenza percentuale tra reddito pro-capite cinese e americano a valori correnti e PPP. In dollari. Fonte FT.

La combinazione di crescita dimensionale e progresso tecnologico rende la Cina un temibile concorrente. E' questo il vero confronto che si cela dietro la guerra per le tariffe: la lotta sulla proprietà intellettuale o il divieto alle società americane di fare affari con società cinesi leader nei semiconduttori sono il tentativo americano di frenare la rincorsa cinese al primato, anche tecnologico.



“La Cina è coinvolta da anni nel furto delle nostre proprietà intellettuali” protesta Peter Navarro, membro dell'amministrazione americana, un argomento potente al tavolo delle negoziazioni sulle regole del commercio tra i due paesi. Alle richieste americane di maggiore reciprocità, i cinesi rispondono che la loro economia è ancora emergente, che necessita ancora di tutele speciali. Una competizione che molto probabilmente segnerà i prossimi anni ma che dovrà quanto prima trasformarsi in cooperazione, la posta in gioco è troppo alta.

Il mondo è diventato piccolo, troppo interconnesso e pericoloso, non ci possiamo permettere una riedizione del confronto bipolare, e nucleare, del XX secolo. Inoltre c'è l'urgenza posta dal cambiamento climatico, il contrasto al surriscaldamento del pianeta esige sforzi condivisi e cooperazione intelligente.

Poi c'è il dollaro.

Tenuto conto delle debite differenze delle aree e dei singoli paesi, sono migliorate le condizioni finanziarie delle economie emergenti, irrobustite anche dalla crescita globale. I mercati emergenti costituiscono una delle scelte allocative più condivise e il rafforzamento del biglietto verde comincia a preoccupare gli investitori.

Inflazione, Fed aggressiva, volatilità, Treasury in ripresa e dollaro forte fanno temere lo scenario 2103, la fuga precipitosa del pubblico verso le uscite di sicurezza. Il recente trauma del peso argentino e della lira turca suonano come sinistri segnali di allarme e qualcuno ha già cominciato a parlare di crollo imminente.

La questione gira naturalmente attorno al dollaro, il suo rafforzamento è destinato a proseguire?

Probabilmente no, le condizioni di lungo periodo non sembrano favorevoli alla divisa americana:

1. I “deficit gemelli”, commerciale e di bilancio, sono aumentati, la riforma fiscale appesantirà il debito federale, la politica estera americana ha aumentato l'incertezza e il rischio politico globale incrinando la tradizionale fiducia negli Stati Uniti;
2. le aspettative di crescita e le valutazioni azionarie, in termini relativi, sono ancora a favore di Europa ed economie emergenti (con selettività, se ci fosse ancora bisogno di ricordarlo).

Scommettere sul rafforzamento del dollaro è rischioso, d'altro canto la salute delle economie emergenti poggia sul proseguimento della crescita e sull'assenza, o per lo meno la debole intensità, delle tensioni geo politiche.

Torneremo sulla questione la settimana prossima.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

9 aprile 2018

A metà della scacchiera

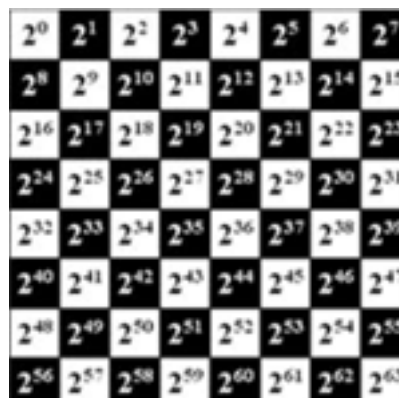
Un'antica leggenda orientale aiuta a capire la velocità del progresso digitale, nuova frontiera anche per l'asset management: la robustezza degli algoritmi affianca la sensibilità del gestore

“L'incendio suo seguiva ogni scintilla
ed eran tante, che 'l numer loro
più che 'l doppiar de li scacchi s'inmilla”

Siamo dalle parti del Canto XXVIII del Paradiso, un canto difficile, Dante scrive della natura degli spiriti angelici, questione a quel tempo molto dibattuta tra i teologi. Ma Dante usa un'espressione curiosa per descrivere il numero incommensurabile degli Spiriti Angelici distribuiti nei Nove Ordini Celesti, più numerosi “che 'l doppiar de li scacchi”.

Dunque l'autore della Divina Commedia conosceva la leggenda orientale dell'imperatore che, ammirato dal gioco degli scacchi, invita il suo inventore a scegliere lui stesso la propria ricompensa. L'inventore del gioco degli scacchi chiese del semplice riso, un chicco nella prima casella della scacchiera, due chicchi nella seconda, quattro nella terza e così via, con il numero di chicchi raddoppiato fino all'ultima casella della scacchiera.

“Tutto qui?” rispose l'imperatore, ordinando di soddisfare subito la richiesta. Ma la questione si rivelò meno banale di quanto sembrasse: a termine della prima riga la somma dei chicchi è di 255 ma già alla fine della seconda sono oltre i 65 mila, alla terza riga superano i 16 milioni, per un peso attorno ai 750 chili. Il numero dei chicchi al termine della scacchiera è davvero incommensurabile, due alla sessantaquattresima (meno 1), oltre 18 miliardi di miliardi.



2 ⁰	2 ¹	2 ²	2 ³	2 ⁴	2 ⁵	2 ⁶	2 ⁷
2 ⁸	2 ⁹	2 ¹⁰	2 ¹¹	2 ¹²	2 ¹³	2 ¹⁴	2 ¹⁵
2 ¹⁶	2 ¹⁷	2 ¹⁸	2 ¹⁹	2 ²⁰	2 ²¹	2 ²²	2 ²³
2 ²⁴	2 ²⁵	2 ²⁶	2 ²⁷	2 ²⁸	2 ²⁹	2 ³⁰	2 ³¹
2 ³²	2 ³³	2 ³⁴	2 ³⁵	2 ³⁶	2 ³⁷	2 ³⁸	2 ³⁹
2 ⁴⁰	2 ⁴¹	2 ⁴²	2 ⁴³	2 ⁴⁴	2 ⁴⁵	2 ⁴⁶	2 ⁴⁷
2 ⁴⁸	2 ⁴⁹	2 ⁵⁰	2 ⁵¹	2 ⁵²	2 ⁵³	2 ⁵⁴	2 ⁵⁵
2 ⁵⁶	2 ⁵⁷	2 ⁵⁸	2 ⁵⁹	2 ⁶⁰	2 ⁶¹	2 ⁶²	2 ⁶³

L'inventore degli scacchi aveva messo in scacco il suo imperatore che, non gradendo, lo fece giustiziare (dall'episodio può ricavarsi anche una morale per quanti giocano a calcetto, o a biliardo, con il proprio capo).

La leggenda del riso sulla scacchiera è piuttosto nota, viene utilizzata spesso per illustrare la velocità del progresso tecnologico, è una sorta di precursore della legge di Moore.

Nell'aprile 1965 Gordon Moore, uno dei fondatori di Intel, pubblicò un articolo nel quale prevedeva che la potenza di calcolo dei microprocessori sarebbe raddoppiata ogni anno. Le performance dei microprocessori degli anni Settanta non sono nemmeno paragonabili a quelle odierne, “la complessità del componente minimo” scrive Moore “è aumentata rispetto al suo costo a un ritmo di circa un fattore di due all'anno ...



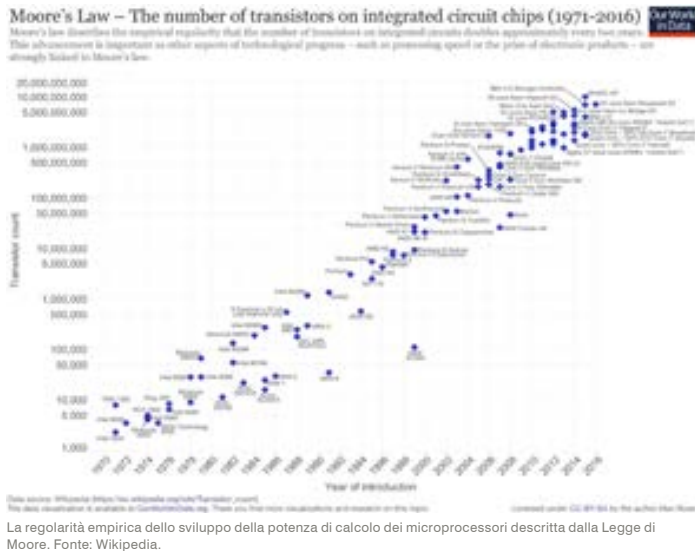
non c'è motivo di credere che questo ritmo non resti costante per almeno altri dieci anni” Alla Intel hanno calcolato che se la legge di Moore si applicasse alle automobili, il Maggiolone della Volkswagen oggi “viaggerebbe a una velocità di 450.000 chilometri all'ora, con un litro di benzina percorrerebbe circa 800.000 chilometri e avrebbe un prezzo id listino di 4 centesimi” (T. Friedman, Thank You for Being Late).

Moore aggiornò la sua previsione nel 1975, il raddoppio della potenza di calcolo sarebbe rallentato alla velocità di due anni anziché uno, a sostanziale parità di costo. Ma anche a fronte del rallentamento, la legge di Moore è durata cinquant'anni.

Nel 1997, dopo la firma della moratoria con la Russia sui test nucleari, l'esercito degli Stati Uniti aveva bisogno di un calcolatore estremamente potente per calcolare in modo virtuale l'obsolescenza del proprio arsenale nucleare e la potenza delle nuove armi. Vennero messo a punto procedure computazionali nuovissime per una potenza di calcolo senza precedenti: era il computer più potente del mondo, dal costo di 55 milioni di dollari e che assorbiva enormi quantità di energia.

Pochi anni dopo, era il 2005, quella stessa inedita potenza di calcolo costava poche centinaia di dollari, era contenuta in una scatola collocabile sotto il televisore, era alimentata dalla presa di corrente domestica.

Si chiamava PS3, un regalo desiderato e atteso da milioni di bambini.



Nel 2018 la legge di Moore sembra arrivata a uno snodo cruciale, la tecnologia dei microchip si sta scontrando con limiti fisici e tecnologici che richiedono ingenti risorse economiche in ricerca e sviluppo per essere superati.

Vedremo. Nel frattempo ogni giorno (ogni giorno!) vengono generati 2,5 Exabyte di dati, un numero di 19 cifre, pari a 500 miliardi di volte l'opera omnia di William Shakespeare, ogni giorno vengono scambiati 22 miliardi di messaggi, quasi 6 miliardi di “like” su Facebook, 4 milioni di ore di video vengono caricate su Youtube.

Una enorme montagna di dati che lo sviluppo digitale consente ora di aggregare, scomporre, analizzare e raffinare. I Big Data, così vengono definiti gli enormi giacimenti di informazioni che alimentiamo ogni giorno, rivelano abitudini di consumo, preferenze, su quali pagine del web indugiamo, quali sono i link che preferiamo.

Non era questione di “se”, ma di “quando” la quarta rivoluzione, quella digitale, sarebbe arrivata nell'asset management, nella gestione dei portafogli.

Nella rivoluzione 4.0 GAM sta facendo la sua parte.

Il Laboratorio di Economia Sperimentale GAM-Ca' Foscari ha presentato pochi giorni fa alla stampa uno studio per la costruzione di un indice dell'incertezza basato su big data linguistici estratti dal social network Twitter, affidabile “echo chamber” di umori e opinioni della opinione pubblica.

Utilizzando la parola chiave “incertezza”, il Laboratorio ha aggregato e misurato “tweet” in Gran Bretagna e Stati Uniti nel 2016, l'anno del referendum sulla Brexit e delle elezioni negli Stati Uniti, e ha messo a punto un indice dell'incertezza.

L'“Indice Twitter dell'Incetezza” è stato utilizzato per individuare segnali predittivi del cambiamento di segno della volatilità delle borse inglese e americana (VFTSE e VIX rispettivamente).

Non solo ricerca, GAM è attiva da anni nelle strategie di investimento cosiddette sistematiche, algoritmi che aggregano e analizzano milioni di dati e costruiscono portafogli di investimento, un processo fondato su regole certe, ripetibili, trasparenti.

Gli algoritmi delle gestioni sistematiche di GAM sono presidiati da decine di matematici, statistici, informatici, alle prese con modelli sempre più robusti per comprendere il comportamento dei mercati nel tentativo di batterli. Le gestioni sistematiche hanno due vantaggi: il superamento dei bias comportamentali più frequenti insiti nella natura umana, la rapidità e potenza di calcolo su enormi basi di dati, un'attività impensabile a qualunque team di specialisti.





Rotte navali nel Canale della Manica. Anche dall'analisi dei dati relativi alle spedizioni di merci è possibile ricavare indicazioni sulle condizioni dell'attività economica. Fonte: GAM

In GAM la strategia di investimento sistematica non si limita ai mercati azionari e raccoglie la sfida delle innumerevoli possibili combinazioni nei portafogli multi asset. L'analisi linguistica dei messaggi, delle condizioni del tempo e dei raccolti, delle spedizioni navali di merci: milioni di dati che opportunamente aggregati e analizzati restituiscono affidabili scelte di investimento.

E' la nuova frontiera della conoscenza nell'asset management, ed è l'argomento della nostra Conferenza di mercoledì 11 aprile al Salone del Risparmio.

Siamo appena oltre la metà della scacchiera, dicono gli esperti, siamo solo alla fine dell'inizio.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

26 marzo 2018

Oltre l'alpha e il beta

Continua la riflessione sull'eccesso di liquidità nel risparmio degli italiani e l'importanza della consulenza. Oltre l'alpha e il beta c'è un terzo coefficiente, gamma, che misura il valore apportato dal consulente

“L'Alpha e il Beta” prova ad andare oltre “l'alpha” e il “beta” e non è un gioco di parole.

Le lettere greche “alpha” e “beta” indicano coefficienti finanziari che da tempo sono entrati nel lessico quotidiano di chi si occupa di portafogli di investimento. Il coefficiente beta si riferisce al rischio sistemico, il rischio associato alla generalità di un dato mercato e che riguarda, nel bene e nel male, tutti i titoli di quel mercato.

Il coefficiente “alpha” esprime invece l'extra-rendimento, quel “plus” di performance svincolato dall'andamento del mercato, è l'abilità (o la fortuna) della gestione attiva.

Sono due coefficienti popolari tra gestori e consulenti perché consentono di spiegare con semplicità i risultati di qualsiasi portafoglio di investimento: l'alpha racconta l'extra rendimento, e giustifica le commissioni di gestione, il beta spiega i rischi dell'esposizione a quel dato mercato.

L'Alpha e il Beta che tenta di andare oltre l'alpha e il beta non intende superare i due fortunati coefficienti per chissà quali novità statistiche. Andare oltre il valore del mercato e della gestione attiva vuol dire indagare quelle aree che esprimono il valore esclusivo della consulenza professionale.

L'Alpha e il Beta del 27 novembre 2017 commentava i portafogli di investimento nell'Inghilterra del secolo XIX e il ruolo che avevano allora i consulenti finanziari. Anche i sudditi della regina Vittoria erano avversi al rischio, né più né meno come i risparmiatori di oggi e di sempre. E anche allora i consulenti raccomandavano la distribuzione dei rischi tra titoli diversi.

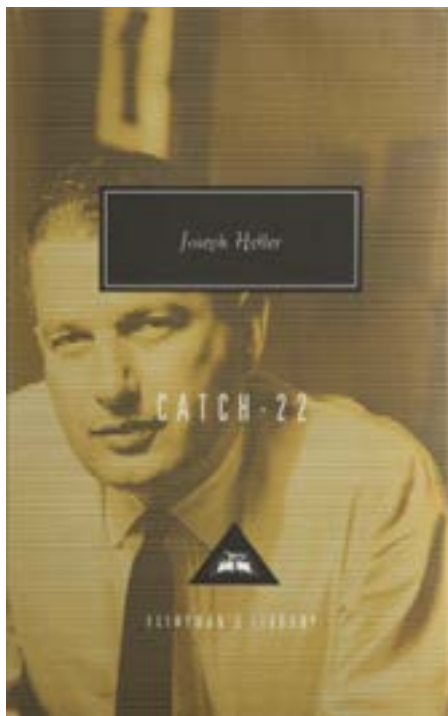
Il valore della consulenza è dunque riconosciuto da tempo. Ma quanto “vale”, esattamente, la consulenza finanziaria?

Dalla crisi in avanti il risparmio italiano ha accantonato in strumenti a vista o a breve termine oltre 1.300 miliardi di euro, la settimana scorsa scrivevamo che “la cassaforte è preferita all'impiego produttivo del denaro, la liquidità è diventata arma di difesa contro l'incertezza”.

L'eccesso di liquidità denuncia la paura del futuro ma, scrivevamo la settimana scorsa, è un chiaro rivelatore del deficit di educazione finanziaria, anche nelle fasce alte della distribuzione della ricchezza.

La mancanza di educazione finanziaria interpella la consulenza professionale nel paradosso del “comma 22” del romanzo di Joseph Heller: “chi è pazzo può chiedere l'esenzione dalle missioni di guerra, ma chi chiede l'esenzione dalle missioni di guerra non è pazzo”.





Il paradosso del risparmiatore è una specie di “comma 22”: un risparmiatore inesperto dovrebbe avvalersi della consulenza professionale, ma chi si avvale della consulenza professionale non è inesperto.

Il professor Legrenzi, che ha trattato questo stesso argomento nell'appuntamento settimanale “I soldi in testa”, rende il medesimo concetto con efficace sintesi, “come fai a chiedere aiuto se non sai di aver bisogno d'aiuto?”.

L'aspetto cruciale è il riconoscimento del valore della consulenza. Che non sta nell'indicazione del titolo o dello strumento “giusto”, di quello che “farà meglio”.

Poniamo il caso di un consulente che abbia dato alpha negativo per la sfortunata selezione di uno o più strumenti di investimento, e che però abbia correttamente impostato la pianificazione finanziaria del cliente nel lungo periodo. E poniamo il caso di un altro consulente che abbia invece dato alpha positivo, ma trascurando del tutto gli obiettivi di lungo termine.

Se l'attività del consulente si limitasse a generare performance, non ci sono dubbi su chi sia il più bravo tra i due, i coefficienti alpha e beta basterebbero a spiegare il lavoro di entrambi.

Ma nella consulenza professionale entrano elementi diversi dai risultati di breve termine, l'ottimizzazione fiscale, obiettivi di lungo periodo come gli studi superiori dei figli o il tenore di vita una volta in pensione, il passaggio del patrimonio alle generazioni future. I coefficienti alpha e beta non esprimono il valore di questa attività che supera, evidentemente, i risultati di performance.

Nel 2013 due ricercatori di Morningstar, David Blanchett e Paul Kaplan hanno cercato di isolare il valore peculiare, idiosincratice, della consulenza.

Sulla scorta di studi precedenti (Bennyhoff e Kinniry 2011, Scott 2012) sono andati oltre l'alpha e il beta identificando il coefficiente “gamma”, che comprende le scelte allocative, la pianificazione, la gestione dei rischi, tutti elementi che concorrono al raggiungimento degli obiettivi di lungo termine di un individuo o di una famiglia.

Il fondamento di qualsiasi asset allocation strategica è sempre la tolleranza al rischio dell'investitore, quanto, e quanto a lungo, egli sia disposto a “soffrire” in caso di rovesci di mercato.

In realtà, suggeriscono Blanchett e Kaplan, alla “risk tolerance” si dovrebbe affiancare la “risk capacity”, ovvero “la valutazione del patrimonio complessivo, dato dalla combinazione di capitale umano, cioè la capacità di generare reddito e risparmi nel futuro, e il capitale finanziario propriamente detto”. L'abilità del consulente, l'elemento che definisce il fattore gamma, consiste nel mettere a punto una composizione di portafoglio che tenga conto della tolleranza al rischio dell'investitore come anche della capacità del patrimonio stesso di assorbire nel tempo le fluttuazioni del mercato.

Un altro ambito in cui si può riconoscere il coefficiente gamma è quello degli accantonamenti previdenziali. Uno dei timori più comuni tra i pensionati è quello di esaurire il proprio capitale, la paura di dover vivere nell'indigenza. Un regolare flusso cedolare generato dal portafoglio darebbe un plus di efficienza, la capacità di costruire un'asset allocation coerente con questo scopo è il valore del consulente, è “fattore gamma”.

In sintesi, il fattore gamma si può riconoscere nella prospettiva olistica con cui il consulente mette insieme gli obiettivi di lungo termine, i prevedibili bisogni (e timori) di quando si lascerà il lavoro, la consulenza alle componenti non finanziarie della ricchezza, l'ottimizzazione fiscale, il passaggio generazionale del patrimonio ...

La sequenza è quella proposta dal professor Legrenzi:

1. identificare il valore aggiunto (coefficiente gamma) della consulenza,
2. comprendere le ragioni per cui il cliente non ne percepisce il valore (il “comma 22” del risparmiatore)
3. aiutare il cliente a riconoscere quel valore (l'obiettivo della nostra GAM Academy è aiutare proprio in questa fase).

Proseguendo il lavoro di Blanchett e Kaplan, economisti e ricercatori di Vanguard hanno indirizzato la loro ricerca non tanto ai fattori olistici della consulenza quanto alla quantificazione del valore del coefficiente “gamma” in termini di sovra rendimento del portafoglio (Kinniry, Jaconetti, DiJoseph, Zilbering, 2014)

“Il consulente non solo contribuisce alla tua tranquillità” scrivono “ma nel tempo può aggiungere valore per circa il 3% di extra rendimento”.





Fonte: The added value of financial advisors, Vanguard 2015

Attenzione, quel 3% è un valore da prendere con massima cautela. Lo ammettono gli stessi ricercatori “questo studio non è scienza esatta e ‘circa il 3%’ rimanda alla eventualità che i consulenti aggiungano quel valore al rendimento nel tempo del portafoglio”. E’ un valore approssimativo e “come tutte le approssimazioni, il valore effettivo può cambiare significativamente”.

Il pregio dello studio di Vanguard è comunque quello di aver cercato basi numeriche alla definizione del fattore “gamma”, il valore che la consulenza professionale aggiunge al portafoglio nel lungo periodo. Tra le molte caratteristiche distintive della consulenza professionale, almeno quattro entrano nel coefficiente gamma:

1. la determinazione delle basi di fiducia e del perimetro del rapporto con l’investitore;
2. l’acquisizione delle informazioni necessarie per la corretta pianificazione di lungo termine;
3. messa a punto di un piano finanziario di lungo termine;
4. monitoraggio costante del piano e regolari suoi adeguamenti.

Assolti questi quattro passaggi, stabilito il patto di fiducia di lungo periodo, si può ragionevolmente evitare l’equivoco che il successo della consulenza si misuri nella (sola) performance.

E’ un equivoco rischioso e ancora diffuso, il fattore gamma aiuta a superarlo perché a sua volta supera i coefficienti alpha e beta, pertinenti alla sola performance.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

19 marzo 2018

Il futuro incollato al presente

L'indagine di Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane interpella la politica, perché le disuguaglianze sono aumentate, e sollecita la consulenza finanziaria, perché c'è eccessiva concentrazione del risparmio in strumenti di liquidità

L'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, pubblicata la settimana scorsa, non ha rivelato sorprese particolari. Emergono al contrario alcune conferme: c'è ancora molto da fare per la politica, perché è aumentata la disuguaglianza nella distribuzione dei redditi, e ci sono spazi di crescita per l'industria finanziaria, i portafogli degli italiani sono sbilanciati sulla liquidità, anche nei nuclei familiari compresi nei decili più alti della distribuzione della ricchezza.

Modalità	Quota di attività finanziarie	Quota percentuale						
		Titoli di Stato	Obbligazioni private	Azioni e partecipazioni	Investimenti gestiti	Titoli esteri	Altri (depositi, certificati, p.c.f., ecc.)	Totale ricchezza finanziaria
Decimi di ricchezza netta								
Primo	0,2	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	98,2	100,0
Secondo	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0
Terzo	3,4	3,3	2,8	0,6	3,3	0,3	89,8	100,0
Quarto	3,0	5,7	2,0	1,1	3,9	0,6	86,7	100,0
Quinto	3,6	6,8	5,4	0,4	4,2	0,0	83,3	100,0
Sesto	5,0	5,8	5,5	1,5	14,7	0,6	71,9	100,0
Settimo	6,2	9,5	5,3	1,9	7,2	0,7	75,5	100,0
Ottavo	9,0	11,2	8,1	2,8	10,4	0,3	67,2	100,0
Nono	16,3	8,6	10,4	3,7	16,2	0,6	60,4	100,0
Decimo	52,5	8,9	10,5	12,2	21,1	2,4	44,9	100,0
Totale	100,0	8,5	8,9	7,6	16,2	1,5	57,4	100,0

Ripartizione delle attività finanziarie per decimi della distribuzione della ricchezza netta. Fonte: Banca d'Italia.

La liquidità accumulata dagli italiani dall'inizio della crisi supera i 1.300 miliardi di euro. Contanti, conti correnti e depositi a breve termine sono arrivati a rappresentare circa un terzo della ricchezza finanziaria complessiva, la cassaforte è preferita all'impiego produttivo del denaro, la liquidità è diventata arma di difesa contro l'incertezza.

Ma alla prova dei fatti, anche la cassaforte non è così blindata.

Poche settimane fa Morya Longo ricordava sul Sole 24 Ore che la sicurezza non è gratis, che in termini di perdita di potere d'acquisto si stima un costo di circa dieci miliardi di euro, al quale va sommato il costo opportunità rappresentato dal mancato investimento. Per Bernardino da Feltre, il frate fondatore dei Monti di Pietà, la moneta tesaurizzata era quasi un peccato, era "capitale inagito", se le risorse non sono impiegate a scopi produttivi restano sterile moneta ("moneta potest esse considerata vel rei vel, si movimentata est, capitale").

La diffidenza verso i mercati finanziari non è un fenomeno esclusivamente italiano, soprattutto dopo la crisi finanziaria di dieci anni fa. Anche tra molti risparmiatori americani la liquidità è preferita al rischio di sperimentare una seconda volta i disastri del 2007 e del 2008. "Nessuna meraviglia che molti investitori siano rimasti a bordocampo a guardare in questi nove anni" scrive Zweig sul WSJ "Main Street considera Wall Street un luogo dove ai cattivi capitano le cose buone e ai buoni le cose cattive".

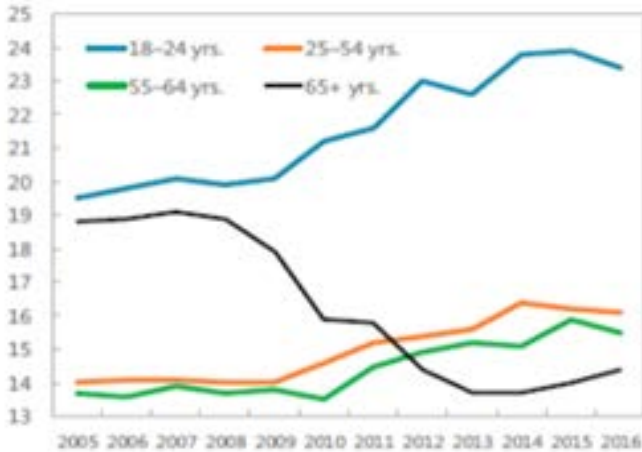
Come la porcellana, la fiducia si rompe facilmente ed è difficile rimetterla insieme, ci possono volere anni per riportare sui mercati finanziari risparmiatori delusi.

Poi c'è la paura. Gli ultimi Rapporti del Censis sulla situazione sociale del paese raccontano un'Italia racchiusa in se stessa, timorosa del futuro, che diffida anche degli investimenti a più lungo termine.

La gran parte degli intervistati è convinta che il proprio reddito non aumenterà nel prossimo futuro, che figli e nipoti non vivranno meglio di loro. Una percezione corroborata dalle evidenze statistiche, è in corso un downsizing intergenerazionale che vede perdenti i più giovani, sono loro ad essere maggiormente esposti al rischio povertà. Oltre l'87% dei Millennials pensa che l'ascesa sociale sia molto difficile.



Per l'incertezza sul futuro tenere i soldi sul conto corrente è diventata una scelta come le altre, "non prendo niente ma almeno non rischio" è il nuovo mantra che sostituisce il "mi accontento di poco, non voglio rischiare". Uno sguardo diacronico alle abitudini di risparmio degli italiani coglie la costante della preferenza alla liquidità. Negli anni tra il 2007 e il 2013, durissimi sotto l'aspetto economico, sono diminuite tutte le voci delle attività finanziarie delle famiglie tranne quella dei "biglietti, monete e depositi" che arrivarono a rappresentare quasi il 31% della ricchezza finanziaria.



Esposizione al rischio povertà nell'Unione Europea. Fonte FMI.

L'accumulo di attività finanziarie a breve è spiegato dalla percezione di possibili scivolamenti verso il basso, una paura che rende guardinghi verso la minaccia di un futuro avvertito come ostile, deprivato di quelle aspettative positive che sono state invece la costante dei decenni della ripresa post-bellica.

L'Italia è "un paese in cui il futuro è rimasto incollato al presente", scrivono gli esperti del Censis.

Nella gestione del risparmio il comune denominatore resta la voglia di sicurezza o, in parole semplici, la paura di perdere. Sarebbe sbagliato costringere a cambiare comportamento coloro, probabilmente la gran parte, che provano una forte avversione al rischio e alle perdite.

L'Alpha e il Beta presenta tre possibili soluzioni (alternative non alla liquidità ma alla componente obbligazionaria) che possono dare al portafoglio quella stabilità che le obbligazioni tradizionali non danno più.

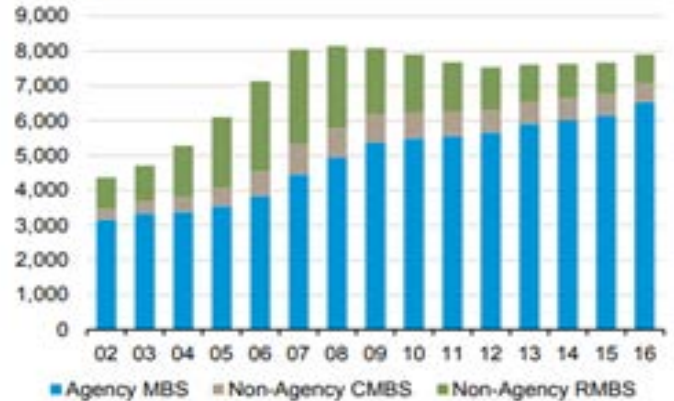
Le cartolarizzazioni ipotecarie

La prima soluzione è quella delle cartolarizzazioni dei mutui ipotecari. Saltare sulla sedia, ricordando i fatti del 2007 e del 2008, è lecito. Guardare al segmento senza pregiudizi è decisivo, perché può rivelare aspetti interessanti.

Si scoprirebbe ad esempio che negli Stati Uniti il segmento delle cartolarizzazioni delle ipoteche vale oltre settemila miliardi di dollari e rappresenta il 23% dell'intero mercato obbligazionario americano. E' il segmento più vasto e liquido dopo quello dei Treasury e offre rendimenti superiori ai Treasury a parità di scadenza.

E' una leva di diversificazione con titoli tra loro molto diversi per caratteristiche e rendimento, concorre ad aumentare le difese del portafoglio dall'aumento dei tassi abbassando la volatilità e soprattutto la correlazione con le altre classi di attivo.

US mortgage-related securities outstanding in USD billions



Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), GAM (al 31.12.2016)

Le obbligazioni dei Paesi Emergenti

Un'altra possibile soluzione è quella delle obbligazioni emergenti. Ne abbiamo parlato spesso e anche recentemente abbiamo ricordato le buone ragioni a favore di questa classe di attivo (vedi L'Alpha e il Beta del 12.2.2018).

Ricordiamo solo le due più importanti, il riequilibrio dei conti che ha fatto seguito al violento deleveraging dopo il 2013, e la convincente crescita economica.

Le obbligazioni emergenti rappresentano una efficace 'value proposition' per diversificare il portafoglio obbligazionario, beneficiano di rendimenti elevati e, i paesi esportatori di materie prime, della riduzione dei tassi di interesse. Le obbligazioni beneficiano dunque della cedola generosa e dell'apprezzamento per la riduzione dei tassi.



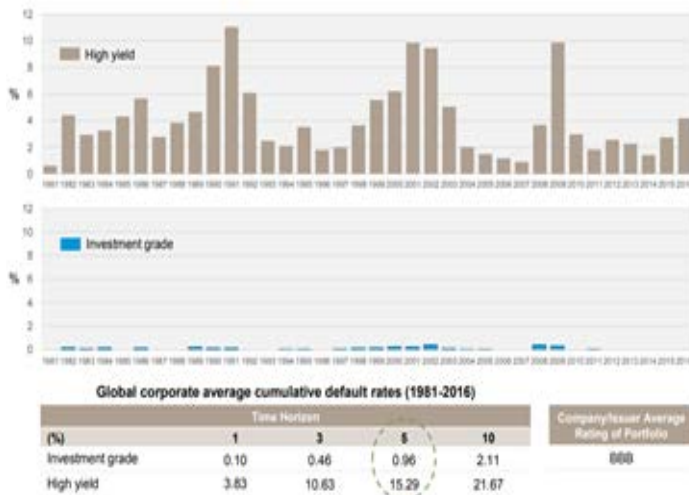
Rendimenti reali 5-10 anni EM vs. US. Fonte: JP Morgan Securities, Barclays capital, GAM.



Le emissioni subordinate

La terza soluzione candidata a ottimizzare la componente obbligazionaria dei portafogli è costituita dalle emissioni subordinate.

Se si ricordano i fatti relativi ad alcune emissioni subordinate bancarie italiane, anche in questo caso è lecito saltare sulla sedia. Ma guardando meglio, l'intuizione di combinare assieme la struttura di capitale più debole con la qualità dell'emittente è semplice e geniale insieme. Cambia radicalmente la prospettiva, il maggior rendimento dei subordinati viene legato alla bassissima probabilità di default.



Il tasso di default degli emittenti Investment Grade molto inferiore a quello degli emittenti High Yield. Fonte: Standard & Poor's Global Fixed Income Research, Atlanticomnuim, dati al 13.4.2017.





“A volte si possono comprare bond semplicemente per avere bond” dice Jeremy Smouha di Atlanticomnuim. Il paradosso è solo apparente perché è vero, l'acquisto di obbligazioni può essere funzionale a scommesse sul rischio tassi o, più frequentemente, sul rischio valutario. Smouha intende dire che si possono comprare bond per la loro cedola e portarli a scadenza. L'importante è analizzare con rigore i regolamenti delle emissioni e la solidità dell'emittente: in questo caso “acquistare bond per avere bond” significa portare rendimento cedolare all'interno del portafoglio.

Queste tre possibili soluzioni di investimento sono utili alla diversificazione della componente obbligazionaria e, come qualsiasi investimento finanziario, hanno bisogno di un congruo orizzonte temporale.

L'eccesso di liquidità nel risparmio degli italiani invece interpella la consulenza finanziaria perché denuncia un'educazione finanziaria evidentemente ancora scarsa. Un risparmiatore evoluto, avvertito della complessità dei mercati e degli strumenti di investimento, riconosce il valore e l'utilità della consulenza professionale. Ne parleremo la settimana prossima.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

5 marzo 2018

L'anno del Cane

Per lo zodiaco cinese il 2018 è l'anno del Cane, un segno dalle caratteristiche positive della lealtà, fedeltà e sincerità. Sarà un anno del Cane favorevole anche all'economia cinese e dei mercati emergenti?

Nel 1945 il Giappone sconfitto trovò nel riscatto economico il nuovo collante identitario nazionale. L'espansionismo imperiale si trasferiva dalle mappe militari alla competizione produttiva, la conquista di nuovi mercati diventava l'ideale surrogato del vecchio colonialismo militare. Il mito della singolarità del Giappone e della sua potenza, sia pure solo economica, andò avanti per qualche decennio e ci credettero in molti, anche fuori dal Giappone.

Poi arrivò la crisi del 1990. Le conseguenze della bolla immobiliare fecero giustizia del mito della "diversità" del paese del Sol Levante, il disvelamento della verità mostrò ai giapponesi e al mondo che alla fin fine il Giappone non era diverso dagli altri, alle prese con le stesse crisi economiche, le stesse bolle immobiliari (e che bolla!), la medesima incapacità del sistema politico ad auto-riformarsi.

Del tutto diverso il percorso della Cina.

Dalla Guerra dell'Oppio fino alla formazione della Repubblica Popolare, i cinesi avevano smarrito il senso di appartenenza a una comunità nazionale, l'orgoglio identitario di popolo.

Quell'orgoglio è stato gradualmente ricostruito nei trent'anni di maoismo e soprattutto nel ventennio delle riforme di Deng.

Mentre nel vicino Giappone la crisi erodeva la sicurezza identitaria, in Cina si ricostituiva l'orgoglio nazionalista. Più le performance economiche si allargavano lungo le regioni della costa, più si riscattavano le umiliazioni della Guerra dell'Oppio e la disgregazione sociale durata circa un secolo, dal 1850 al 1950. Nel giro di trent'anni la Cina è passata da media potenza regionale a seconda economia del mondo, i cinesi hanno ampiamente recuperato l'autostima, la consapevolezza di essere una potenza globale.

Il merito non è certo di Mao, che nel 1958 con la sconsiderata iniziativa del "Grande Balzo in Avanti" fu responsabile del crollo della produzione agricola e della carestia che costò circa quindici milioni di morti. Nel 1966, con la "Circolare del 16 maggio", Mao diede avvio alla Rivoluzione Culturale, un'operazione condotta da giovani studenti nei confronti di insegnanti, intellettuali e quadri del partito comunista.

L'obiettivo ufficiale era liberare il partito da tutti "gli elementi borghesi infiltrati nel governo e nella società". In realtà fu una sanguinosa epurazione che costò milioni di morti e milioni di incarcerati e esiliati.

Cadde in disgrazia anche uno degli uomini più fedeli a Mao, Deng Xiaoping, considerato con sospetto dal Grande Timoniere come un "capitalista latente".



Su questo Mao aveva ragione. Tornato al potere dopo la morte di Mao, Deng diede corso a politiche diametralmente opposte all'ortodossia maoista. E' lui il vero artefice del successo economico della Cina: aveva compreso prima e meglio di altri che solo l'apertura verso l'esterno avrebbe consentito alla Cina di crescere e prosperare. La costituzione delle Zone Economiche Speciali fu il primo atto del cambiamento strutturale. Il riformismo di Deng era poco ideologico e molto pragmatico ("non importa di che colore sia il gatto ..."), nel 1982 fece abolire le comuni agricole per far posto alle prime forme di lavoro autonomo nell'agricoltura. Il "comunismo" restava solo nella struttura centralizzata del potere.



La crociera che cambiò la Cina. Nel 1985 l'economista ungherese Janos Kornai spiegò a quadri di partito ed economisti cinesi che l'economia pianificata non funzionava.
Un altro mattone nell'edificio della nuova Cina. Fonte Foreign Affairs

Nel 1978 le comuni producevano beni per circa 50 miliardi di yuan, il 9% della produzione industriale totale. Nel 1992, quando Deng lasciò il potere, le nuove forme privatistiche di "Imprese di Città e Villaggi" producevano beni per quasi 1.88 miliardi di yuan, oltre il 40% del PIL.

L'eredità di Deng è stata la strabiliante performance economica dagli anni '90 agli anni 2000, quando si è conclusa la fase dell'industrializzazione e ne è cominciata un'altra, la trasformazione verso un nuovo modello di crescita, sostenuta più da consumi e servizi che dall'industria pesante e investimenti pubblici.

Cinque anni fa la nuova leadership di Xi Jinping accelerò questo processo, negli ultimi anni si è intensificata l'attività di ricerca e investimento nelle nuove frontiere della tecnologia digitale. Il terziario vale attualmente il 52% del PIL cinese.

Pochi giorni fa il Comitato Centrale del Partito Comunista ha confermato la leadership del presidente Xi Jinping. La vera sorpresa è stata la decisione di modificare la Costituzione e togliere il limite dei due mandati. Xi Jinping rafforza la sua presa sul potere e guarda oltre al 2023, scadenza del secondo mandato.



La copertina dell'Economist di questa settimana

Chi aveva immaginato un'evoluzione democratica della Cina, grazie all'apertura al mercato e alla formazione di una nuova classe media, "ha perso la scommessa", scrive l'Economist di questa settimana. La visione di Xi Jinping è simile a quella di Deng: pragmatismo, crescita economica, affermazione della Cina nella diplomazia internazionale ma sempre con la saldissima mano del partito sul potere. Deng ha trasformato l'economia cinese, ai primi imprenditori della Zona Economica Speciale del Guandong disse parole davvero rivoluzionarie "arricchitevi e fatelo per primi". Ma Deng non mise mai in discussione il regime autoritario e la primazia del partito. E' stato al fianco di Mao negli anni del Grande Balzo in Avanti e decise di reprimere con brutalità la rivolta studentesca del 1989. Xi Jinping è un conservatore, la certezza dell'ordine fa premio sull'incertezza del caos politico. Non usa i sistemi violenti di Piazza Tienanmen, ma non è meno deciso nell'accentrare nel partito le leve del potere politico, economico e militare.

Le parole d'ordine del presidente Xi Jinping sono "equilibrio e sostenibilità", la priorità del nuovo corso economico non è più la quantità ma la qualità della crescita. Il rallentamento è controllato per evitare i rischi ai quali ha messo in guardia il governatore della banca centrale che ha espressamente parlato della possibilità di un "Minsky moment" per l'economia cinese. Esportazioni e consumi interni sono i due potenti motori della nuova economia che controbilanciano l'impatto delle riforme restrittive sul settore finanziario.

La sfida del nuovo mandato quinquennale del governo è controllare la crescita e scoraggiare la creazione di nuovi debiti. Un passaggio delicato nel quale i listini azionari possono giocare un ruolo di preminenza, visto che consentono alle società l'accesso al finanziamento senza generare debiti.

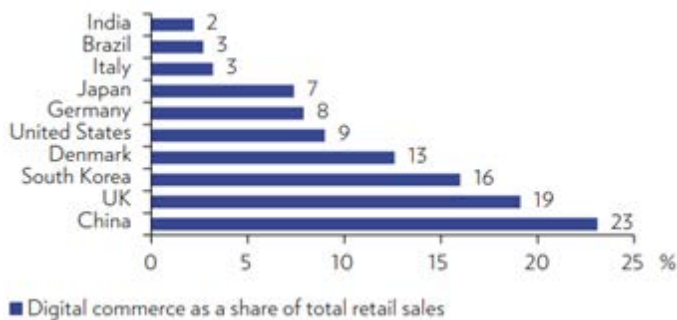


L'inclusione lo scorso giugno delle azioni di classe A nell'indice MSCI dei Mercati Emergenti è stato un passaggio importante in questa direzione.

“Le riforme nel settore finanziario non sono l'unico cambiamento all'orizzonte” scrive Michael Lai di GAM, proseguono i miglioramenti nelle strutture economiche, negli investimenti in tecnologia digitale, nella riforma delle grandi società a capitale pubblico. Milioni di lavoratori stanno abbandonando settori maturi come acciaio e carbone e sono accompagnati o alla pensione o all'impiego in altri settori.

Creazione di nuovi posti di lavoro e crescita dei consumi interni innescano il circolo virtuoso dell'equilibrio e della sostenibilità di Xi Jinping.

Il nostro Michael Lai si aspetta per il 2018 una crescita del PIL a 6,7%, di poco inferiore al 6,8% del 2017. Se la politica monetaria non si fa troppo restrittiva, e quindi essere causa di un rallentamento eccessivo, possiamo ancora immaginare un 2018 favorevole in termini di performance aziendali (utili) e finanziarie (listini).



La Cina è leader nel commercio digitale. Fonte: Statista, Julius Baer

Una parola anche sulle altre economie emergenti, che hanno attraversato il 2017 surfando sulle onde della crescita globale e della ripresa dell'attività di credito. Rispetto alle borse dei paesi avanzati le azioni emergenti offrono ancora valutazioni interessanti in termini di utili per azione e rendimento dei flussi di cassa (il free cash flow yield è il rapporto tra il flusso di cassa per azione e il prezzo dell'azione stessa, indicatore della capacità dell'azienda di finanziare investimenti di lungo termine), valori favorevoli sia in relativo con i mercati sviluppati sia rispetto alle loro medie storiche.

Il proseguimento del buon tono dell'economia globale costituisce vento nelle vele dei paesi emergenti, l'aumento dei consumi interni e l'economia cinese aiutano a contrastare il nuovo rischio della guerra commerciale innescata dai dazi americani. Un sostegno strutturale alle economie emergenti deriva da trend di lungo termine come il commercio online, gli investimenti nei sistemi sanitari e nell'istruzione (l'health-care è un settore che in GAM apprezziamo da tempo), l'urbanizzazione. Anche nei paesi emergenti si verificano le medesime 'disruption' che hanno investito le economie avanzate: urbanizzazione, transizione all'energia pulita, avanzamenti nella tecnologia digitale e nell'intelligenza artificiale.

Ma anche a fronte di conti in ordine e avanzamento nelle strutture produttive i mercati emergenti non sono privi di insidie, soprattutto di natura geo politica. I dazi annunciati da Trump costituiscono una minaccia più seria delle crisi con la Corea del Nord o della militarizzazione del Mar della Cina.

Il rischio non è tanto nei prezzi più alti di acciaio e alluminio quanto nella spirale distruttiva di eventuali misure ritorsive. Ne verrebbe minato l'intero sistema del commercio internazionale.

Le buone ragioni di natura fondamentale a favore dei paesi emergenti sono robuste e convincenti, le valutazioni azionarie attraenti, ciò che non conosciamo ancora sono gli effetti delle misure tariffarie annunciate da Trump, innanzitutto se saranno confermate e, nel caso venissero introdotte ritorsioni, se il fenomeno si trasformerà in un temibile 'cigno nero'.

Un buon motivo per mantenere alta l'attenzione e ... non perderci di vista.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguitemi 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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

26 febbraio 2018

Un diamante è per sempre?

Il valore globale degli immobili è di 228 trilioni di dollari, superiore alla somma di azioni e obbligazioni globali, pari nel 2016 a 170 trilioni di dollari. Ma l'espressione "sicuro come una casa" andrebbe però rivista

Nelle ultime settimane L'Alpha e il Beta ha trattato della difficoltà dell'investitore a gestire con sapienza le conseguenze del brusco cambiamento di scenario. E' tornata la paura dell'inflazione, i rendimenti sono cresciuti, le politiche monetarie sono meno prevedibili, la Federal Reserve sotto la nuova guida di Jay Powell sarà forse meno disponibile a interventi di eventuale soccorso ai mercati.

Qualche giorno fa Bloomberg titolava "The Goldilocks Markets is over", è arrivato al capolinea il mercato ideale, dove ogni grandezza economica ha l'intensità del 'quanto basta', né troppo né troppo poco. Escludendo che a Bloomberg abbiano chiesto un vaticinio al mago Otelma, neppure loro possono conoscere l'evoluzione dei mercati nel corso del 2018.

Ricordiamo le prime sei settimane del 2016? Anche quello sembrava il capolinea della lunga fase positiva delle borse, poi a metà febbraio la qualità dei dati dell'economia reale ha fatto premio sui timori degli operatori. "E' troppo presto per decretare la fine del 'bull market'" scrive il nostro Larry Hatheway, perché le condizioni dell'economia globale e degli utili attesi non sono cambiate. Si stima che gli utili europei siano ancora inferiori di circa il 30% rispetto ai valori del 2007 mentre quelli americani hanno superato i massimi del 2006 e del 2011. In altre parole, le diverse performance aziendali spiegano le differenze di performance dei listini tra le due sponde dell'Atlantico, ma indicano anche spazio di crescita per le aziende del Vecchio Continente

La forza dell'economia europea e delle aree emergenti è nelle carte, davvero troppo presto per abbracciare la narrazione millenaristica della fine di tutto.

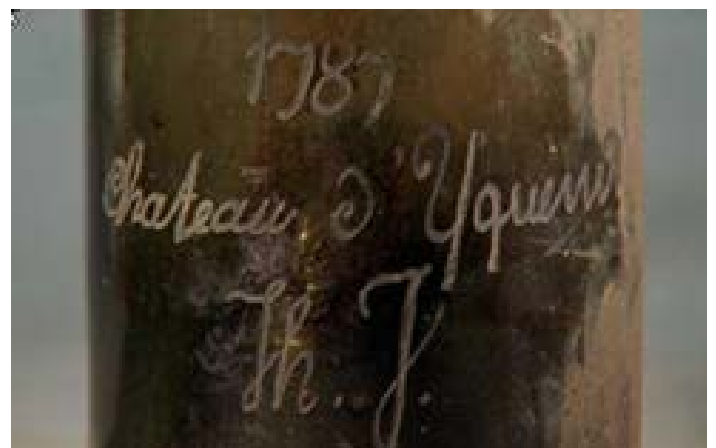
Eppure il titolo di Bloomberg ha germi di verità, qualcosa si è rotto, è meno probabile che il 2018 sia un proseguimento del 2017, il movimento di febbraio è stato breve ma costituisce comunque uno iato, una discontinuità che separa un prima

da un dopo. E il 'dopo' è un tempo di maggiore incertezza, di volatilità e di ulteriori correzioni.

L'Alpha e il Beta di settimana scorsa presentava le due principali narrazioni che ispirano i comportamenti degli operatori: la crescita economica continua, forte e sincronica, come nel febbraio 2016 avrà ragione di tutte le altre paure. L'altra narrazione mette invece in guardia dalle insidie dell'inflazione e dell'imprevedibilità delle politiche monetarie.

Il nostro argomento era che vince chi non scommette, chi si prepara a tutte le eventualità.

Elenchiamo le tessere del nostro mosaico: abbiamo il ritorno dell'inflazione e della volatilità, la crescita dei rendimenti, gli effetti sui listini delle strategie volatility-driven e risk parity, il rallentamento dell'economia cinese, le valutazioni tirate, il cambio di passo delle banche centrali. Ce n'è abbastanza per pensare che non siamo in una nuova edizione del febbraio 2016 ma in una fase del tutto nuova, quella del ritorno del rischio e della necessità di sue più oggettive valutazioni. I differenziali di rendimento anche nei segmenti di minore qualità del credito presentano profili di rischio elevati, probabilmente è prossimo un punto di inversione.



Nel 2006 una bottiglia di Chateau d'Yquem del 1787 venne venduta per 100.000 dollari, si riteneva che fosse appartenuta a Thomas Jefferson. Nel 1985 una bottiglia di Chateau Lafite Rothschild, a sua volta proveniente dalla cantina del presidente americano, venne venduta per 156.000 dollari



Da un lungo periodo caratterizzato da bassa crescita, bassa inflazione e politiche interventiste delle banche centrali, entriamo in una nuova fase che in GAM definiamo “Era del Post New Normal”, il cui epifenomeno è il disimpegno delle banche centrali e la chiamata alla responsabilità delle politiche fiscali.

Quello dei governi è un ruolo che il protagonismo delle banche centrali ha tenuto in secondo piano eppure è decisivo. Ha poco senso chiedere a Draghi, o a Weidmann che era a Milano venerdì scorso, se in caso di rinnovate tensioni sugli spread del debito nazionale ci sarà una sorta di “whatever it takes reload”, un rinnovato interventismo monetario. Risponderanno, correttamente, che la difesa della credibilità nazionale è in primo luogo sulle spalle dei governi nazionali, sono loro, e le loro misure di politica economica, il primo grande bastione di credibilità e fiducia nei confronti degli investitori.

Annotazione periferica ma che merita essere ricordata a pochi giorni da un appuntamento elettorale.

La settimana scorsa è stato pubblicato, come tutti gli anni dal 2000, il Global Investment Returns Yearbook, curato da Credit Suisse in collaborazione con Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton della London Business School. I tre professori sono autentiche autorità nell’analisi dei rendimenti nel lungo periodo, il loro Rapporto compendia la storia dei mercati dal 1900 a oggi in ventitre paesi e tre macro-aree. E’ sempre una fruttuosa e raccomandabile lettura.

Proust ha scritto che “il vero viaggio di scoperta non consiste nel cercare nuove terre, ma nell’avere nuovi occhi”. Nel leggere l’aggiornamento annuale di questa sorta di mappa geografica dei rendimenti, si scoprono sempre qualche rientranza, baia o promontorio che erano sfuggiti, o che leggiamo appunto con gli occhi nuovi di cui parla Proust.

Quest’anno DMS, l’acronimo che indica Dimson, Marsh e Staunton, hanno per la prima volta considerato che i grandi patrimoni non sono limitati ai soli asset finanziari. Il Rapporto 2018 comprende la prima analisi di lungo periodo di beni non finanziari come immobili, oggetti d’arte, macchine d’epoca, libri e vini rari, gioielli.



Investimenti in asset finanziari e non finanziari. Fonte: Davies, Lluberas and Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Report 2017 e Credit Suisse Global Wealth Databook 2017; YB = Yearbook and RoW = Rest of World.

Scopriamo che gli immobili di tutto il mondo valgono complessivamente 228 trilioni di dollari, un valore di molto superiore alla somma di azioni e obbligazioni globali, pari nel 2016 a 170 trilioni di dollari. L’espressione “sicuro come una casa” andrebbe però rivista e aggiornata: negli Stati Uniti, in 118 anni, il rendimento reale medio annualizzato delle case è stato di 0,3%. Dai massimi di fine 2005 ai minimi del 2012, i prezzi delle case sono scesi in termini reali di oltre il 36%.

Dal 1900 il potere d’acquisto del valore degli oggetti rari, da collezione, è cresciuto di oltre 30 volte, pari a una crescita annualizzata del 2,9%. La migliore performance, tra violini, auto d’epoca e libri rari è stata quella delle bottiglie di vino, apprezzate in media del 3,7% annuo. Nel 1985 una bottiglia di Chateau Lafite proveniente dalla cantina di Thomas Jefferson venne venduta per 156.000 dollari. Nel 2006 un’altra bottiglia appartenuta a Thomas Jefferson, uno Chateau d’Yquem, venne venduto per 100.000 dollari. Però è meglio resistere alla tentazione di stappare, la delusione potrebbe essere fatale.

Nel lunghissimo periodo il miglior investimento si conferma quello azionario.

I movimenti dei listini sono erratici nel breve termine, difficili da interpretare, impossibili da prevedere, eppure nel lungo periodo restano una certezza, il rendimento reale medio delle azioni dal 1900 è del 5,2%.

Un’altra sorpresa nella lettura del Rapporto è scoprire che dal 1900 a oggi l’oro, l’argento e i diamanti non sono stati all’altezza della loro fama di beni rifugio. Nonostante guerre e periodi di alta inflazione i metalli preziosi si sono comportati peggio delle obbligazioni.



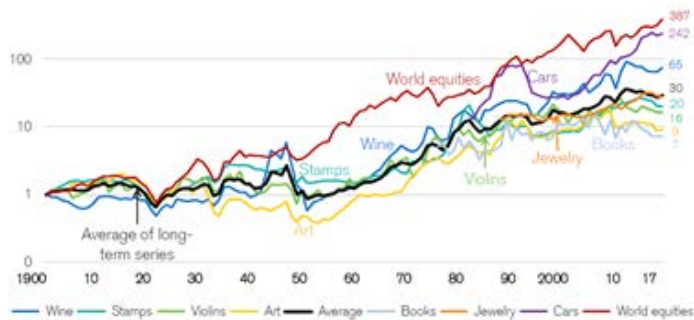
Oro, argento, platino e diamanti dal 1900 al 2017. Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 by E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School.

Il Rapporto conferma una verità nota, entriamo in un tempo di rendimenti strutturalmente più bassi, le azioni continueranno ad essere il miglior investimento in termini di rendimento atteso ma il loro premio al rischio sarà inferiore a quello storico.



Dall'analisi dello scenario e dalle statistiche del Rapporto di DMS ricaviamo utili indicazioni di comportamento.

Nei portafogli le azioni mantengono il loro ruolo privilegiato e, in questo momento, nel portafoglio di GAM conservano un peso relativo superiore alle obbligazioni. Queste ultime invece, lo abbiamo visto nelle settimane scorse, sono diventate più vulnerabili. La componente obbligazionaria, governativa e societaria, è stata portata a livelli inferiori a quelli ordinari per far posto a strategie non direzionali e strumenti "multi-asset class" e "liquid-alternative" (Alternative Risk Premia, Target Return ...). In altri termini strumenti e strategie che diano al portafoglio quella stabilità tradizionalmente fornita dalle obbligazioni.



Indici dei prezzi dei beni da collezione 1900 - 2017. Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 by E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

19 febbraio 2018

Vecchie e nuove narrazioni

Anche nei mercati finanziari si alternano nuove narrazioni e reti di significato. In un ambiente di rendimenti più bassi e più alta volatilità si rivelano decisive l'asset allocation tattica e strategie attive soprattutto nella componente obbligazionaria

La Storia è un costante succedersi di narrazioni, scrive lo storico israeliano Yuval Noah Harari, un "alternarsi di tessitura e disfacimento delle reti di significato ... ciò che agli individui di un'epoca sembra la cosa più importante della vita diventa del tutto insignificante per i loro discendenti".

Una volta Zeus ed Era "erano potenze importanti nel Mediterraneo" scrive Harari "ma oggi sono privi di qualsiasi autorità perché nessuno crede più in loro".

Ai tempi delle crociate era considerato normale abbandonare tutto, famiglia, proprietà, beni, per andare a rischiare la vita in Terra Santa. Dare la morte agli infedeli nella conquista del Santo Sepolcro era ritenuta condotta lodevole, profondamente cristiana. Nel malaugurato caso fosse stato l'infedele ad avere la meglio in battaglia, il premio sarebbe stato l'eterna beatitudine.

Durante l'assedio di Gerusalemme nel 1099, a truppe già stremate dalla malattia e dalla fame Goffredo di Buglione ordinò tre giorni di digiuno e una processione a piedi nudi attorno alle mura della città. Pratiche devozionali considerate il modo migliore per favorire l'esito positivo battaglia.



Goffredo di Buglione incoronato re di Gerusalemme
(Federico de Madrazo 1815-1894)

Le truppe accettarono di buon grado quella che a noi sembra una colossale stramberia, nessuno si sognò di contestare perché il digiuno e le processioni facevano parte dei costumi, pratiche comuni di un immaginario condiviso da tutti quegli uomini che avevano la medesima visione del mondo e della vita.

Il digiuno e la processione funzionarono visto che l'assedio ebbe successo. Entrati in Gerusalemme, i crociati cominciarono a massacrare gli abitanti, e nessuno trovava alcuna contraddizione tra la crudeltà di quei gesti e la fede cristiana.



“Gli individui rinsaldano di continuo le credenze reciproche in una spirale che si autoalimenta” spiega Harari, Goffredo e i suoi uomini si comportavano in piena coerenza con i codici del tempo: i menestrelli celebravano le gesta eroiche dei cavalieri antichi, le autorità civili esigevano obbedienza, quelle religiose promettevano la beatitudine sempiterna per la liberazione del Santo Sepolcro. Goffredo, i suoi crociati, il papa, l'imperatore, erano tutti imprigionati nella narrazione del loro tempo, trama di significati che la Storia avrebbe dissolto nel giro di pochi secoli per far posto a nuove trame, nuove narrazioni.

Come le donne e gli uomini del XI secolo e di tutte le epoche, anche noi siamo catturati nelle reti di significato del nostro tempo, consideriamo normale ciò che pochi decenni fa era impensabile (attraversare liberamente Berlino da una parte all'altra,) e ciò che fra qualche decennio sembrerà bizzarro (andare al lavoro in automobile, una sola persona in ogni auto).

Anche nel risparmio le narrazioni cambiano, fino a pochi anni fa era normale attendersi dalle obbligazioni rendimenti adeguati e senza rischio, e dall'investimento immobiliare la protezione economica di lungo termine per tutta la famiglia.

Nei mercati finanziari sembra che nuove reti di significato subentrino alle vecchie. Il timore che l'accelerazione dell'inflazione costringa la Federal Reserve a correre per riportarsi davanti alla curva, ha dissolto la trama che ci ha (felicitemente) avvolti nel 2017.

Si dissolve quella narrazione e se ne formano di nuove, e almeno due sono particolarmente insidiose.

Potremmo definire la prima “Buy the Dip”, compra sulla correzione, la festa continua. La correzione non è durata poi molto, sei giorni consecutivi di borsa positiva hanno riportato l'indice S&P 500 sopra il “canale di crescita” che gli analisti tecnici hanno tracciato dal 2016 a oggi. La narrazione “Buy the Dip” rileva che la crescita degli ultimi trimestri è stata superiore alla media della crescita degli ultimi anni, tiene in buon conto la previsione dell'economia americana a +5,4% in questo primo trimestre, con l'autorevole sigillo della Federal Reserve di Atlanta.



Michigan Consumer Confidence Index, a livelli quasi prossimi a quelli degli anni 2000. Fonte: FT, Bloomberg.

Il carburante dei risparmi fiscali allunga la vita al ciclo economico, la disoccupazione ai minimi annuncia maggiore inflazione e l'aumento dei tassi reali e nominali.

L'altra narrazione è meno rosea. I mercati sono entrati in fibrillazione per l'aumento del 2,9% anno su anno dei salari negli Stati Uniti. Ma tolta l'inflazione l'incremento reale è di appena 0,9%, molto lontano dal 3% normalmente associato a fasi di forte crescita. Il tasso di partecipazione al lavoro è rimasto invariato a 62,7%, il minimo storico.

E per quanto riguarda la previsione di crescita di 5,4% nel primo trimestre del 2018, questa narrazione ricorda che la Fed di Atlanta tenda all'ottimismo e abbia sempre ridotto le previsioni iniziali. La crescita americana del 2017 è stata di 2,3%, poco superiore alla media di 2,13% tra il 2009 e il 2016, inferiore al 2,6% del 2014 e 2,9% del 2015.

Entrambe le narrazioni presentano buoni e credibili argomenti, ma a quale prestare fede?

In realtà nel gioco d'azzardo vince davvero solo chi non gioca ([vedi L'Alpha e il Beta del 19/6/2017](#)).

“Benvenuti nell'era della Post-Nuova Normalità” scrive il nostro Larry Hatheway, Capo Economista del Gruppo GAM, che mette in guardia dal liquidare l'impennata della volatilità come uno dei tanti, ordinari fenomeni di “risk-off” (se fosse stato così, avverte, i rendimenti sarebbero scesi, non saliti).

Nell'era “Post-New Normal” nessuna classe di attivo è immune dal re-pricing, la correlazione spuria che si è formata tra azioni e obbligazioni indebolisce la diversificazione.

Il principale alleato del risparmiatore rischia di diventarne il traditore, il pugnalatore alle spalle. Nei decenni passati le due classi di attivo avevano un comportamento autonomo l'una dall'altra: la paura di qualche scossone nei listini spingeva a ritirate strategiche nelle sicure roccaforti delle obbligazioni, dove non mancava rendimento nominale e reale. Al contrario, le fasi di ottimismo stimolavano l'appetito per il rischio, si lasciavano i bastioni obbligazionari per spingersi verso il rischio azionario.

Questa grossolana relazione è venuta meno, gli eventi della prima metà di febbraio hanno ricordato che neppure i mercati finanziari possono sfidare la legge di gravità, che il 2018 sarà l'anno di un cambio di passo delle politiche monetarie, che le condizioni economiche restano favorevoli alle azioni e le obbligazioni sono molto più vulnerabili.



	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EM	36.8%	37.6%	34.3%	35.1%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%	36.8%
Sen Cap	32.2%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%
HY Bond	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%
AA	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%
Low	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

Tavola dei rendimenti delle diverse classi di attivo. Nessuna in negativo negli ultimi due anni

E' un fatto che la crescita americana guadagni in longevità grazie al risparmio fiscale e che i posti di lavoro disponibili tendano a essere superiori alla disponibilità di lavoratori, è un fatto che l'eventuale accelerazione dell'inflazione comporterà cambiamenti nelle politiche monetarie. Rivediamo in modo schematico le ragioni della vulnerabilità delle obbligazioni:

- il primo elemento di vulnerabilità è nel rischio di un ritorno dell'inflazione, ogni piccolo aumento di inflazione attesa genera un maggiore incremento nei rendimenti obbligazionari (che significa una diminuzione del prezzo, un impoverimento del valore del risparmio);

- il ritiro delle banche centrali, sia pure con modalità e tempi diversi, segna la fine del ciclo pluridecennale dei tassi in discesa e delle performance delle obbligazioni ottenute senza fatica e con rischio modesto;
- i rendimenti dei titoli ad alta qualità sono in buona parte ancora in territorio negativo, strascico dell'eccezionalità di questo tempo, parimenti sono meno interessanti i rendimenti dei titoli a minore qualità creditizia, i differenziali di rendimento si sono molto ridotti e, per dirla con il poeta, "il gioco non vale la candela".

Nella nuova narrazione di rendimenti modesti e più alta volatilità saranno decisive l'asset allocation tattica e la gestione attiva. Tornano preferibili le strategie obbligazionarie a ritorno assoluto per il loro ampio spettro di possibilità, i bond "inflation-linked" potrebbero non bastare perché i guadagni derivati dall'aumento dell'inflazione potrebbero essere annullati dalle perdite sul prezzo a causa dell'aumento dei rendimenti.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

5 febbraio 2018

C'è oro nel Klondike?

Correzione o crepa nella diga? La repentina salita del rendimento del Treasury sta allarmando i mercati e la correlazione spuria che si è creata tra azioni e obbligazioni rende i listini vulnerabili ai tassi di interesse

“Gold, Gold, Gold!!”

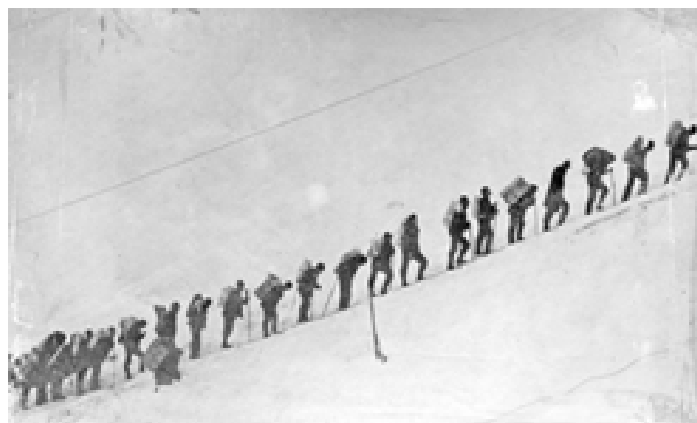
Un grido capace di scatenare ancora oggi passioni e frenesie. E che a fine Ottocento diede avvio alla più grande Corsa all'Oro della Storia.

Nell'agosto del 1896 Skookum Jim Mason, Dawson Charlie e George Washington Carmack trovarono oro lungo il Klondike, nella regione dello Yukon nel Canada occidentale.

La notizia della scoperta si diffuse rapidamente, i lavoratori negli impianti minerari dell'area si diressero in massa verso il Fosso del Coniglio, un passaggio del fiume Klondike subito ribattezzato Fosso della Bonanza.

La Corsa all'Oro vera e propria, destinata a passare alla storia, cominciò nell'estate dell'anno successivo, il 1897, quando i primi fortunati cercatori rientrarono negli Stati Uniti.

L'idea di un rapido arricchimento infiammò gli animi e un esercito di cercatori, avventurieri, disperati partirono da Seattle e altre città del Pacifico diretti a nord.



Cercatori d'oro aspettano in fila al Chilkoot Pass. Fonte: National Park Service, Klondike Gold Rush National Historical Park, Candy Waugaman Collection, KLGOLibrary SS-126-8831.

La prima dura prova era costituita dai cinquantatré chilometri del passo del Chilkoot, passaggio obbligatorio tra l'Alaska e la Columbia Britannica. L'uso delle slitte era impossibile, i pesanti bagagli dovevano essere portati sulle spalle. Malnutriti e malvestiti, molti morivano per assideramento, per fame, oppure uccisi e derubati delle loro cose da altri disperati.

Il disastro più grave si verificò il 3 aprile 1898, Domenica delle Palme. In quel giorno una serie di valanghe si riversò sul sentiero uccidendo circa settanta uomini.

La Corsa all'Oro fu un'avventura breve e affascinante. Confuso nell'esercito dei cercatori c'era anche il ventenne Jack London che avrebbe poi scritto Zanna Bianca e Il Richiamo della Foresta ispirandosi a quella intensa esperienza giovanile. Lo scrittore pagò nello Yukon un pesante pedaggio, rischiò l'assideramento, si ammalò di scorbuto, perse quattro denti e portò per sempre sul volto i segni di quegli anni durissimi.



Come la gran parte dei suoi compagni d'avventura, il giovane Jack tornò negli Stati Uniti povero come era partito: la grande Corsa era cominciata quando era tardi, le licenze di sfruttamento dei giacimenti erano già state rilasciate e non vennero trovati nuovi filoni auriferi.



Il Passo Chilkoot dopo la tragedia del 3 aprile 1898. Fonte: Collezione Eric A. Hegg, University of Washington.

C'è ancora oro nel Klondike? In altri termini, c'è ancora valore nei listini?

La correzione iniziata la settimana scorsa ha agitato gli animi, la perdita di 666 punti dell'indice Dow Jones ha dato la stura a fantasie cabalistiche, si è affacciato il termine "crollo", forse con un po' troppo anticipo se consideriamo la crescita di un mercato che tra un mese compie nove anni, rischiamo di finire il vocabolario prima di cominciare.

Correzione o crepa nella diga?

L'innescò è stato dato dal movimento del Treasury decennale, la crescita economica prosegue, aumenta il timore che l'inflazione sorprenda la Fed "dietro la curva" costringendola a una brusca accelerazione. I mercati che fisiologicamente anticipano hanno portato il rendimento del decennale americano oltre la soglia di 2,8%, il nervosismo dai listini si allarga ai mercati emergenti e alle valute.

I mercati non sono pronti per un rapido apprezzamento del dollaro e una spinta dei rendimenti oltre soglie chiave, scrive John Authers, ricordando la "regola del 3%" di Michael Harnett di BofA: occhio al 3% del rendimento del Treasury, al 3% dell'inflazione, al 3% della crescita.

In GAM lo andiamo dicendo da tempo, l'inflazione è il maggior rischio del 2018 e la correlazione spuria che si è creata tra azioni e obbligazioni rende i listini vulnerabili ai tassi di interesse, la tradizionale diversificazione dei portafogli tra azioni e obbligazioni perde efficacia.



Il rendimento del Treasury decennale ha cominciato a salire. Fonte FT, Bloomberg

L'investitore sembra costretto all'alternativa del diavolo, affrontare i rischi delle valanghe sul sentiero del Chilkook Pass, oppure rinunciare alla ricchezza fermandosi a Dawson City, la città simbolo della Corsa all'oro. Fuor di metafora, l'alternativa è tra continuare a credere nella forza delle borse e l'opzione della liquidità, scelta ancora costosa.

In momenti come questi non è male rileggere i classici, quelle regole base che si pensa di conoscere ma che nelle fasi di euforia si tende con facilità a dimenticare.

Nel best-seller *Security Analysis*, Benjamin Graham e David Dodd scrivono che prima di procedere a qualsiasi investimento azionario si devono valutare tre aspetti: il flusso di dividendi atteso, gli utili attesi, la qualità degli asset della società. "Qualsiasi interesse per un titolo azionario basato su una prospettiva diversa deve essere considerato come speculazione".

La prima edizione del libro è del 1934, pochi anni dopo il Grande Crollo. I due autori criticavano l'eccessiva ed esclusiva attenzione prestata ai soli utili e proponevano un metodo diverso, che tenesse conto anche del valore delle società. Detta in parole semplici, per Graham e Dodd l'investimento azionario si doveva basare su fondamentali in ordine e lungo termine.

Un metodo che in letteratura è stato definito "value".

L'euforia del mercato azionario degli anni Venti che culminò nell'ottobre del 1929 era alimentata in via esclusiva dalle attese di utili futuri crescenti, del resto perché dannarsi con valutazioni complicate quando i prezzi dell'intero listino non smettono di crescere?



Anche in questi ultimi anni si è verificata un'analogia disattenzione alle raccomandazioni di Graham e Dodd, i listini sono cresciuti indistintamente, sostenuti dalla liquidità delle banche centrali e da rendimenti obbligazionari artificialmente bassi.

In soprammercato, il successo delle strategie e dei prodotti passivi, che per loro natura reagiscono nello stesso modo a sorprese e shock, rende il mercato ancora più vulnerabile.

Torna il rischio, è questo un importante "take away" della correzione di questi giorni e ciò significa tornare alle valutazioni dei fondamentali secondo i vecchi (e saggi) criteri di Graham e Dodd. Non dimentichiamo che l'economia reale è in crescita, che il settore tecnologico o quello della salute, ad esempio, conservano potenzialità di lungo periodo. Si tratta di tornare al paziente esercizio dell'analisi dei dividendi e della qualità degli asset, non più dei soli utili attesi.

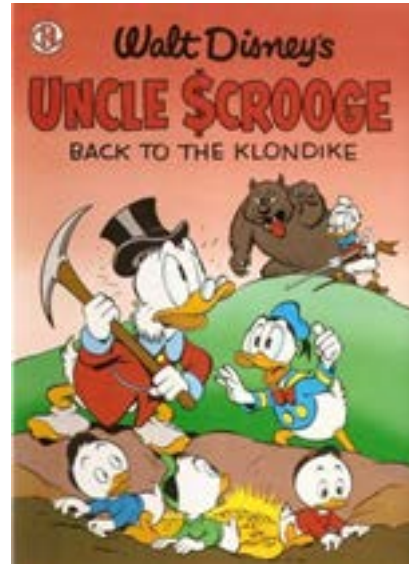
Negli ultimi tre anni l'approccio "value" ha nel complesso sottoperformato il mercato, sembra però che per gli investitori "value" si stiano delineando condizioni di maggior favore.

In termini generali, l'asset allocation di questi mesi non è più complessa di quella dei mesi o degli anni precedenti salvo che per un aspetto decisivo, non deve più orientarsi alla ricerca di rendimento ma all'autentica diversificazione. Il tentativo di prevedere il futuro dei mercati finanziari è sempre un esercizio rischioso, il suo esito è dettato più dalla sorte che dalla competenza.

Security Analysis venne pensato da Graham e Dodd come un manuale utile a investitori non professionisti, è diventato invece un classico della letteratura finanziaria perché ha elaborato un metodo e lo ha reso più importante delle previsioni.

Il metodo affranca l'investitore, per quanto possibile, dal "momentum" dei mercati.

Con questo approccio, fondamentali in ordine e lungo termine, ci sarà sempre oro lungo il Klondike.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

22 gennaio 2018

Un tovagliolo di carta

Una curva di aliquote e gettito fiscale tracciata su un tovagliolo di carta del ristorante diventa il fondamento teorico dell'economia "supply-side". Quarant'anni dopo quella curva resta il cardine teorico della riforma fiscale di Donald Trump

E' cominciato tutto su un tovagliolo di carta.

Il fondamento teorico della politica economica del partito repubblicano è racchiuso in un grafico disegnato a penna sul tovagliolo di carta di un ristorante a Washington.

Era il dicembre del 1974 e Dick Cheney, all'epoca vice capo dello staff del presidente Gerald Ford, incontrava al ristorante "Two Continents" a Washington un certo Art Laffer, giovane professore fresco di dottorato. Cheney aveva bisogno di idee per affrontare la questione del deficit federale senza aumentare le tasse.

"Aumentare le tasse è una pessima idea" spiegò il giovane economista, se il presidente voleva avere maggiori entrate fiscali era necessaria una spinta all'attività economica e le tasse andavano semmai diminuite.

Per argomentare l'apparente paradosso tracciò su un tovagliolo di carta quella che sarebbe diventata la celebre curva eponima: Laffer dimostrò che il medesimo gettito fiscale poteva essere ottenuto con un'aliquota più alta su una minore base imponibile, ma anche con un'aliquota più bassa applicata a un imponibile più ampio.

"Quello che Art dimostrò a quel tavolo" ricordò Cheney trent'anni più tardi "era che se volevi più entrate fiscali ti conveniva abbassare le tasse per stimolare la crescita dell'economia".

Laffer argomentava che i soggetti economici sono tanto meno motivati al lavoro quanto più alte sono le aliquote fiscali. Se per paradosso l'aliquota fiscale fosse 100%, l'incentivo a lavorare sarebbe nullo e sarebbero parimenti uguali a zero anche le entrate fiscali.

Al contrario, minori tasse si traducono in più denaro nelle tasche di lavoratori e imprese, ne beneficiano gli spiriti animali dell'attività economica, l'ottimismo si estende in tutti i settori e il governo alla fine porta a casa più soldi pur avendo abbassato le tasse.



Il tovagliolo di Laffer è diventato un'icona del pensiero economico moderno ma l'originale, di carta, è andato perduto. Laffer ne fece una riproduzione in un secondo tempo su un tovagliolo di tessuto. Fonte NYT, National Museum of Modern American History.

A cena con Laffer e Cheney quella sera c'era anche Jude Wanniski, giornalista del Wall Street Journal. Fu lui il vero apostolo della teoria di Laffer, i suoi articoli e libri portarono il nocciolo teorico della cosiddetta "supply-side economics" alla ribalta nazionale. Fu un successo, quell'originale approccio alla politica economica sembrava lo strumento ideale per affrancare l'economia dalla stagflazione degli anni Settanta.

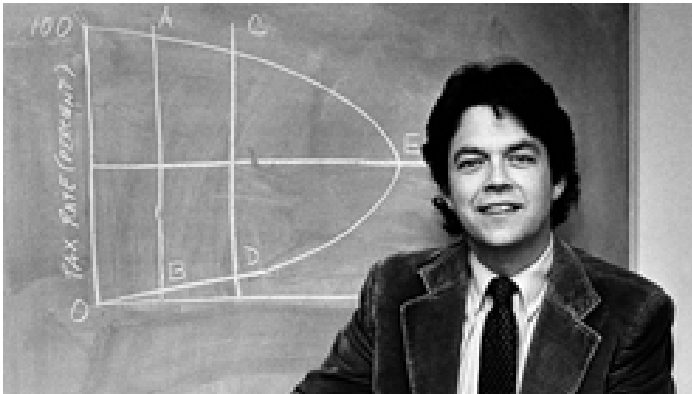
"Il successo della 'supply-side economy' è dovuto al fatto che la puoi spiegare a un politico in sei minuti, e lui può andare avanti a parlarne per sei mesi" scherzava un economista.

Mentre la teoria del "meno tasse, più crescita" guadagnava consenso soprattutto tra i politici, attirava l'attenzione, e le critiche, del mondo accademico. L'incontro al Two Continents e quel tovagliolo sono entrati nell'iconografia della storia economica moderna ma non tutti sono d'accordo con quelle conclusioni.



L'economia 'supply-side' è nota anche come la teoria dello 'trickle-down', dello 'sgocciolamento', il presupposto è che la prosperità economica della parte alta della società non può che 'sgocciolare' a valle allargando il benessere al resto della popolazione. Il principio è che la crescita economica è guidata da investitori, imprese, risparmiatori: i benefici di questi tre macro-gruppi si trasformano in benefici per tutti.

Il problema è che questo "elegante arco di cause ed effetti non esiste nel mondo reale", non sembrano esserci robuste ragioni per ritenere che la relazione tra aliquote e gettito si possa rappresentare con una perfetta curva a U. Impossibile poi stabilire con univoca certezza quale sia il punto di equilibrio tra massimizzazione delle entrate e penalizzazione dell'attività economica. L'efficacia della teoria 'trickle-down' non è mai stata davvero dimostrata. Ricordiamo che 'correlazione non vuol dire causazione', negli anni di Reagan ci furono sì il taglio delle tasse, ma si verificarono anche una forte crescita di produttività, una maggiore partecipazione delle donne al lavoro e soprattutto c'era un debito federale contenuto che permise a Reagan di aumentare la spesa pubblica del 2,5% all'anno.



Il professor Laffer nel 1981. La sua curva eponima ebbe un ruolo centrale nelle campagne elettorali di Ronald Reagan e di George W. Bush. Fonte: NYT, Associated Press.

La curva di Laffer sta conoscendo un nuovo periodo di celebrità.

Il taglio delle tasse è stato un rilevante successo politico di Donald Trump che proprio sabato scorso ha celebrato il primo anniversario dell'insediamento.

Un anniversario festeggiato con l'economia che gira a quattro cilindri e con continui record di borsa. La crescita dell'indice Dow Jones di circa 32% dall'insediamento fino al 18 gennaio scorso fa del primo anno di Trump il secondo migliore in assoluto dopo Franklin Delano Roosevelt.

L'anniversario è stato però offuscato da due eventi spiacevoli.

Il libro di Michael Wolff "Fire and Fury" è stato un vero e proprio pugno nello stomaco.

Trump ne esce a pezzi, presentato come un narcisista concentrato su se stesso, circondato da una corte di adulatori, convinti delle sue deboli capacità di governo e in costante competizione nel tentativo di condizionarne le idee e le iniziative.

Il secondo evento è la bocciatura del Senato del bilancio presentato dal governo. La conseguenza è stata la chiusura degli uffici e delle attività federali, il cosiddetto "shutdown". Non è la prima volta che accade, è la prima volta che accade con un presidente che controlla entrambi i rami del Congresso.

Ma se si osservano solo i comportamenti fuori dalle righe e i tweet stravaganti, si rischia di perdere la visione completa dell'azione di governo di Trump.

E' certamente un personaggio controverso, con tratti di personalità decisamente fuori dall'ordinario, ma non si può non riconoscere che in questo primo anno dal giuramento abbia fatto cose che sono piaciute alla borsa e non ha fatto cose che avrebbero dispiaciuto. Per le borse il taglio delle tasse è stata un'ottima notizia, ancora meglio l'aver lasciato perdere le misure protezionistiche contro Messico e Cina, o l'abolizione del Nafta, e poi, non ultimo, l'indebolimento del dollaro.

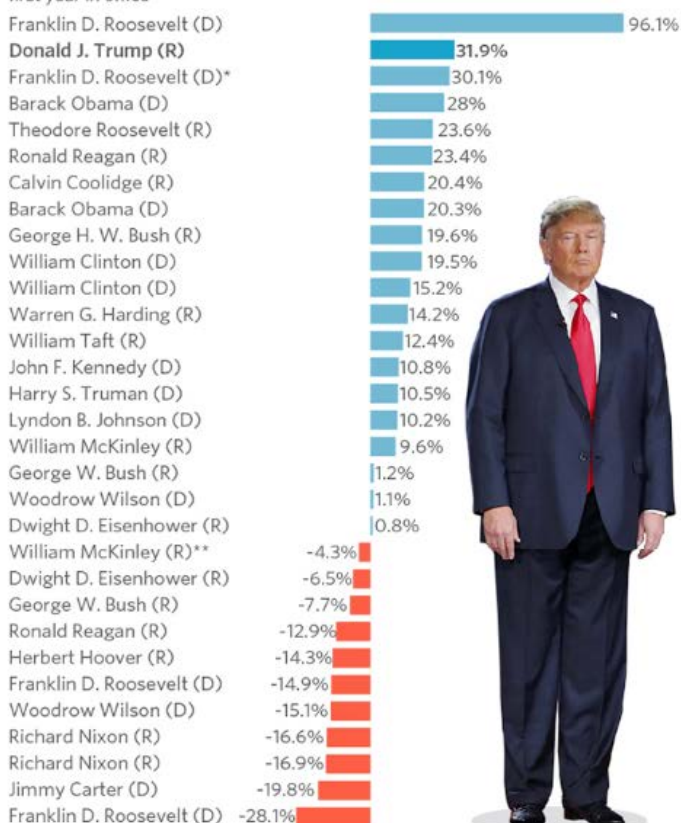
"La nostra moneta è troppo forte e ci sta uccidendo" diceva un anno fa.

La svalutazione della moneta non è mai una risposta corretta nel lungo periodo, i vantaggi di breve termine sono sopravanzati dai danni permanenti (altrimenti lo Zimbabwe sarebbe l'economia più forte del mondo) ma il dollaro debole, che ha sorpreso i mercati, ha fornito un indubbio aiuto a "Corporate America".



The second-best first year in history

The Dow Jones Industrial Average has gained more than 30% in President Trump's first year in office



*Succeeded by Harry S. Truman before one-year

**Died before one-year mark

Source: WSJ Market Data Group, Getty Images

Fonte: Marketwatch, WSJ Market Data Group, Getty Images).

Tra le ragioni della debolezza della valuta americana, la più rilevante è stata la forza relativa delle altre economie, soprattutto quella europea. Ci sono stati flussi di denaro dagli Stati Uniti verso Europa, Giappone ed economie emergenti, a ragione delle valutazioni e delle attese di crescita relativa migliori di quelle americane. Valutazioni, attese di crescita e differenze nelle bilance commerciali tra le due sponde dell'Atlantico compensano il differenziale dei tassi facendo così proseguire la debolezza della divisa americana. Per Larry Hatheway, capo economista del Gruppo GAM, "è probabile che il dollaro andrà a testare la parte superiore della banda di oscillazione; con l'euro la parte alta è stimabile attorno a 1,25, la parte inferiore vicino a quota 1,15; non pensiamo di assistere a significative o durevoli rotture di questi livelli nella prima parte del nuovo anno".

La riforma fiscale magari non darà lo sperato aumento del gettito fiscale e certo peserà sul deficit federale ma darà uno spunto di ulteriore crescita all'economia stimato tra 0,3% e 0,5% del PIL.

Combustibile nel motore dei listini azionari che restano la nostra asset class preferita in termini relativi. Semmai è il momento di aumentare la selettività: piccole e medie capitalizzazioni in Giappone e Mercati Emergenti, aziende orientate al mercato interno in Europa.

Se i mercati puntano in una direzione, dollaro debole, crescita delle borse e delle obbligazioni societarie, è il segnale di una diversificazione allargata alle strategie alternative: strumenti long/short, merger arbitrage e rendimento assoluto.

C'è un altro record nel primo anniversario del presidente americano, il rendimento del titolo a dieci anni, salito a 2,6%, i massimi da tre anni. Se l'economia continua con questo tono e aumentassero le aspettative di inflazione è possibile che il rendimento continui a salire. Un serio rischio per Trump, ne parleremo nelle prossime settimane.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

16 gennaio 2018

Non si comanda al mare

Non si comanda al mare ... ma si può provare a conoscerlo. Il calcolo delle maree fu una delle variabili cruciali che favorì il successo del D-Day, lo sbarco degli Alleati in Normandia. L'inedito ritiro di liquidità che le banche centrali hanno già avviato assomiglia a una gigantesca onda di riflusso che non sarà priva di conseguenze.

“Passeggiando vicino al mare Canuto Re d’Inghilterra, i suoi l’acclamarono Re dei Re, Signore del mare e della terra. Li volle disingannare Canuto, e mettendosi alla riva del mare disse: ‘onde! lo vi comando che non mi tocchiate. Le onde lo bagnarono da capo a piedi, allora, voltandosi ai suoi vassalli gli parlò così: ‘provate ora a chiamarmi il più potente degli uomini, e padrone del mare, quando vedete che con tutto il mio impero non posso ritenere un poco d’acqua”.

Edificante e falsissimo apologo, scritto da un gesuita spagnolo nel XVII secolo in un manuale di comportamento indirizzato a re e regnanti europei, intitolato “Il Principe Perfetto”. Al gesuita faceva buon gioco raccontare di un re devoto che riconosceva la grandezza del Signore e infatti concludeva che “Niun mortale è degno di tal nome, al solo Iddio ubbidisce tutto l’universo”.

Non si può comandare il mare. Ma si può cercare di conoscerlo, come cercarono di fare i discendenti di Re Canuto circa mille anni dopo, alle prese con la complessità dei piani per lo sbarco in Normandia.



Soldati canadesi della 9ª Brigata sbarcano sulla spiaggia "Juno", il 6 giugno 1944. Fonte:STF/AFP/Getty Images

Nella pianificazione del D-Day, l’orario di attacco e le condizioni meteorologiche erano determinanti, c’era discussione aspra tra le diverse Forza Armate: l’aviazione aveva bisogno di luce lunare per identificare i luoghi dove lanciare le truppe aviotrasportate, la marina voleva bassa marea per togliere efficacia agli ostacoli posti in mare dalla difesa tedesca, l’esercito al contrario voleva alta marea per velocizzare le operazioni di sbarco.

Il compromesso raggiunto fu che lo sbarco sarebbe cominciato da una a tre ore dopo la bassa marea. In quella primavera del 1944 le condizioni desiderate di luce lunare, marea e meteo si sarebbero verificate nei giorni 5, 6 e 7 giugno. Lo sbarco che avrebbe accelerato la fine della guerra avvenne il 6 giugno e il calcolo delle maree fu una delle variabili cruciali per il successo di quella storica operazione.

Il calcolo corretto del riflusso della marea finanziaria si rivelerà altrettanto cruciale per le sorti dei portafogli di investimento.

Con tempi e modalità diverse, le principali banche centrali hanno avviato la riduzione dello stimolo monetario. Il riflusso della marea si verificherà con il tradizionale aumento dei tassi, come già avvenuto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, e con il riavvolgimento dei piani non convenzionali, in Europa e in Giappone.

In Giappone il tapering ha assunto una forma originale, la banca centrale è passata dal quantitative easing al controllo dei rendimenti dei titoli di stato, in questo modo acquista di fatto meno titoli, da 80 mila miliardi di yen al mese a 60 mila miliardi.

La Banca Centrale Europea dimezza da gennaio gli acquisti mensili a 30 miliardi di euro fino a settembre e, a seguire, gestirà il graduale azzeramento. Anche la Federal Reserve ha dato avvio al suo piano di riduzione del bilancio che nel prossimo ottobre sarà arrivato a 50 miliardi al mese, o 600 miliardi all’anno. Un inedito “unconventional tightening” su una imponente massa di denaro, un fenomeno mai sperimentato prima, simmetrico e opposto alla liquidità immessa nei mercati dal 2009.





I bilanci delle principali banche centrali. Fonte: Yardeni Research Jan 2018, Haver Analytics

“Non avendo mai assistito a una simile normalizzazione monetaria, se gli operatori male interpretassero le intenzioni dei banchieri centrali, potrebbero finire per replicare il crac obbligazionario del 1994” scrive Alex Friedman, CEO di GAM.

La convinzione diffusa che le obbligazioni siano meno rischiose delle azioni va probabilmente aggiornata. Se al reflusso della marea si aggiungesse il ritorno dell’inflazione, la volatilità potrebbe aumentare bruscamente rendendo il profilo rischio/rendimento dei bond ancor meno attraente.

Decisamente poco attraenti, da tempo, sono i titoli governativi: il decennale giapponese è attorno allo 0,06%, il Bund a 0,56%, il Guilt anche dopo l’aumento dei tassi è fermo a 1,30%, il decennale italiano è a 1,95%, quello americano al 2,5%.

Dagli anni '80 i rendimenti dei bond sono scesi, è noto, soprattutto per la storica lotta all’inflazione. I rendimenti bassi comportano minor costo del denaro, minor rendimento delle azioni (che spinge in alto i prezzi) e vita più dura agli investitori istituzionali come assicurazioni e fondi pensione.

Ora il riflusso della marea potrebbe cambiare questo stato di cose. Se fosse veloce, se cioè i rendimenti salissero rapidamente, si potrebbe innescare un incontrollabile effetto domino nel sistema finanziario. “Con l’economia mondiale in così buona forma, si tratta di gran lunga del maggiore rischio all’orizzonte” scrive il FT.

L’inflazione resta la principale variabile che determinerà l’ampiezza dell’onda di marea.

L’inflazione di base negli Stati Uniti è salita a dicembre a 1,8% da 1,7% del mese precedente. Bill Dudley, presidente della Fed di New York, non ha usato mezze parole giovedì scorso: la Fed dovrà tener conto del rischio di “surriscaldamento dell’economia”, ha detto, e se il Comitato Federale fosse lento nel serrare la politica monetaria, potrebbe poi trovarsi costretto a schiacciare sui freni rischiando una recessione.

Sull’inflazione e sulle vendite al dettaglio riviste al rialzo, il rendimento del Treasury a due anni ha superato il 2% per la prima volta dal 2008, il titolo a dieci anni è arrivato a 2,58%.

Le attese dell’inflazione futura non sono superiori al 2% ma sono derivate dal mercato obbligazionario, un corto circuito autoreferente che non ha forse ancora scontato nei prezzi la lunga corsa del mercato del lavoro, la crescita ancora robusta, il taglio delle tasse che darà origine a maggiore capacità di spesa.



Il fenomeno della bassa marea a Saint Malo, Bretagna

Come dice Tim Haywood di GAM, la cosa positiva di uno scenario che presenta così tante incognite e caratteristiche finanziarie diverse è che si trovano opportunità trasversali in tutti i mercati obbligazionari, un ambiente buono per strategie flessibili e “unconstrained”, cioè slegate da indici. La bassa volatilità rende economico l’acquisto di strumenti per proteggere i portafogli da improvvisi aumenti della volatilità stessa.

Non è più tempo di soluzioni passive, lo strumento per contrastare il riflusso dell’onda di marea è la gestione attiva, dinamica.

Aree dove trovare ancora un po’ di valore sono il debito subordinato europeo, un segmento interessante e che esige estrema selettività, e i mercati emergenti, che conservano potenzialità nei tassi e nelle valute.

Il calcolo preciso delle maree nell’alba del D-Day fu tra i fattori di successo dello sbarco ma i comandi sapevano che un errore sarebbe stato drammatico.

Mesi prima, nel fronte del Pacifico, il calcolo approssimativo delle maree trasformò l’assalto anfibio all’atollo di Tarawa in un disastro. I mezzi arrivarono in prossimità della spiaggia con la bassa marea, le truppe da sbarco furono costrette a guardare un’esteso tratto di mare esposte al fuoco della resistenza giapponese. Tutta l’operazione fu compromessa, la battaglia durò tre giorni e costò un elevato tributo di vite umane.

Per colpa di un calcolo sbagliato della marea.





Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.

Copyright © 2018 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



L'ALPHA E IL BETA

8 gennaio 2018

Tre rischi, una convinzione, tre regole: l'ettagono del 2018

Meglio lasciar perdere le previsioni, l'inizio dell'anno è il momento adatto per il "tagliando" al portafoglio, per verificare l'adeguatezza della sua diversificazione con gli obiettivi della pianificazione familiare

Puntualmente, il nuovo anno si presenta traboccante di speranze e di pensieri positivi.

E' normale, si avvertono sempre sensazioni positive all'inizio di ogni nuovo capitolo della vita.

I ragazzi aspettano con impaziente entusiasmo l'inizio del nuovo anno scolastico, i giovani sposi l'inizio emozionante della vita familiare.

Tutti gli inizi sono levigati e smaglianti, ci pensa poi il tempo a mettere polvere sulla lucentezza del nuovo. Dopo poche settimane i libri perdono quel gradevole odore di nuovo, l'eccitazione dei primi giorni lascia il campo alla fatica quotidiana. Lo stesso accade alle giovani coppie, nella convivenza sperimentano lo straordinario passaggio alla dimensione dell'apprendimento:

"Il mercato ha fiutato nel nostro bisogno disperato di amore l'opportunità di enormi profitti e ci alletta con la promessa di poter avere tutto senza fatica: soddisfazione senza lavoro, guadagno senza sacrificio, risultati senza sforzo, conoscenza senza un processo di apprendimento; l'amore richiede tempo ed energia", così diceva Zygmunt Bauman, il sociologo della modernità scomparso esattamente un anno fa, il 9 gennaio 2017.



Zygmunt Bauman, il sociologo della modernità scomparso il 9 gennaio 2017

Il tempo fa giustizia dell'entusiasmo ma affina l'esperienza e rende migliori.

Teniamolo presente mentre ci districiamo tra le numerose previsioni di come sarà l'anno economico, puntuali come il vischio e il discorso del Presidente della Repubblica. L'esperienza ci ammonisce che ciò che oggi sembra semplice e prevedibile è destinato a frangersi contro gli scogli della realtà.

Come quelli che lo hanno preceduto, anche il nuovo anno avrà il suo carico di "singhiozzi, sospiri e sorrisi, con una certa preponderanza di sospiri". Potremmo dire che l'unica certezza è l'incertezza, e proprio l'andamento finanziario del 2017 è inequivoco monito alla fragilità delle previsioni, esercizio necessario ma di dubbia utilità.

Nel corso dell'anno appena terminato l'accelerazione della crescita in tutte le principali aree del mondo ha sostenuto le azioni globali favorendo il traguardo di risultati eccezionali. La borsa americana è cresciuta del 20%, con i dividendi l'indice S&P 500 ha realizzato un filotto storico, ritorni positivi in ogni singolo mese, non era mai accaduto prima. Bene anche le borse europee, giapponese, dei mercati emergenti.



Autentica sorpresa sono state le obbligazioni. La realizzazione delle promesse elettorali di Trump, l'inflazione e una politica monetaria restrittiva si pensava avrebbero messo fine agli oltre trent'anni di buone performance. Invece anche le obbligazioni sono andate bene, mostrando un'insolita correlazione con le borse che rende oggi particolarmente vulnerabili i portafogli bilanciati tradizionali.

Negli Stati Uniti il quadro complessivo non è univoco.

Gli ultimi dati dei sondaggi ISM mostrano una verosimile prosecuzione della crescita americana nel 2018.



Fonte: FT, Bloomberg

D'altro canto la creazione di nuovi posti di lavoro sta gradualmente calando, perde velocità la crescita economica. Non si tratta di fenomeni sorprendenti visto che la disoccupazione è al 4% e il ciclo economico è nella fase di piena maturità.



Media mensile dei nuovi posti di lavoro USA. Non-farm payrolls. Fonte: FT, Bloomberg

Secondo Bloomberg, la gran parte degli analisti intervistati prevede per il 2018 un ulteriore progresso del 7% della borsa americana, grazie al buon tono dell'economia globale, solida e diffusa, prevista crescere nel 2018 attorno al 3,4%.

Improbabile che il 2018 sarà come il 2017. Le borse beneficiano del momentum e, una volta innescato, il movimento dei prezzi in una data direzione si interrompe su qualche fatto nuovo.

Sottraendosi al gioco delle previsioni, L'Alpha e il Beta si limita a elencare tre dei maggiori rischi che potranno modificare lo scenario, ad affermare un convincimento e a ricordare tre regole di comportamento.

I tre rischi di scenario

Il primo rischio è naturalmente quello geopolitico.

In giro per il mondo non mancano focolai di pericolo, negli ultimi giorni è salita la tensione in Medio Oriente. Le proteste in Iran sono state innescate dall'aumento dei prezzi, dalla disoccupazione e dalle crescenti disuguaglianze economiche.

Ci sono state dimostrazioni anche nelle città sante di Qom e Mashad, all'exasperazione per le difficoltà economiche si sono affiancate rivendicazioni di diritti civili e l'aperta contestazione alla teocrazia che governa il paese.

Ma un cambio di regime è improbabile, l'amministrazione americana e la diplomazia europea non sono nelle condizioni di correggere gli errori accumulati negli anni o contrastare la pervasiva influenza russa. Mosca non acconsentirà a un cambio di regime nei suoi confini meridionali e a un ritorno dell'influenza americana.

Altri focolai di instabilità sono la Corea del Nord, i negoziati per la Brexit, e la stessa presidenza americana. Nel 2017 la retorica protezionistica e anti ambientalista del nuovo presidente americano è stata tonitruante ma priva di effetti rilevanti sull'economia. Chi può garantire che accadrà lo stesso nel 2018, anno elettorale?

Quando si parla di rischio geopolitico, in GAM non ci riferiamo solo alle crisi sparse per il mondo, piuttosto pensiamo al sopravanzare del nazionalismo mercantilista e alle sue conseguenze sull'equilibrio economico globale. Non si tratta di una questione ideologica, di un confronto intellettuale tra paladini della libertà economiche e teorici del nazionalismo come risposta alle complessità di questo tempo. Alla base ci sono concretissime questioni di soldi, un'asimmetria economica che precede le idee: i paesi in surplus commerciale non sono danneggiati dalle distorsioni dei mercati valutari e obbligazionari come lo sono i paesi in disavanzo.

Non è un caso che proprio negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, entrambi con forti disavanzi commerciali, sia cresciuta la retorica della difesa nelle ridotte nazionali: Brexit e le proposte protezionistiche ne sono plastica rappresentazione.

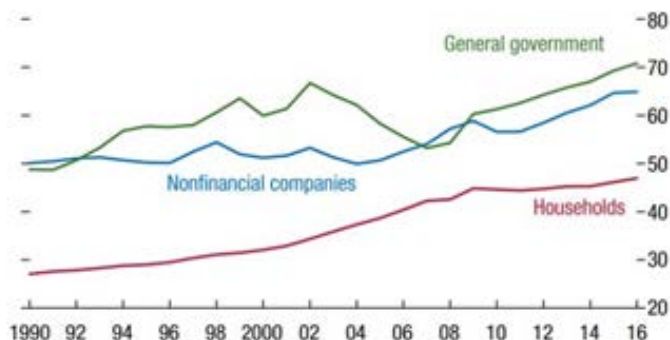
In altre parole, il rischio geopolitico, quello più radicale e di più lungo termine, è quello di un mondo che ha superato il vecchio ordine ma non ha ancora raggiunto un nuovo ordine che sovrintenda ai nuovi equilibri. I mercati finanziari sono in mezzo, privi di macro-riferimenti ai quali ancorare le proprie valutazioni di lungo termine.

"In un simile scenario la reflazione sarà raggiunta limitando la globalizzazione piuttosto che accrescendola" scrive Christian Gerlach di GAM "tale imminente risoluzione cancellerà 'l'utopia del futuro' e metterà i mercati finanziari a diretto contatto con la brutale spinta inflazionistica del mercantilismo".

La fine della Pax Americana potrebbe anche costituire la fine dell'assenza di volatilità.



Un'altra minaccia è costituita dalla possibile accelerazione dell'inflazione. In GAM ne parliamo da qualche mese, è un fenomeno trascurato dai mercati e dai prezzi, eppure riconoscibile nella prospettiva macroeconomica. Un ritorno inatteso avrebbe effetti dolentissimi sui portafogli, soprattutto quelli più tradizionali composti da azioni e obbligazioni, privi di diversificazione in strumenti e strategie alternative.



Il debito cinese rispetto al PIL. Fonte CNBC, IMF

Il terzo rischio da monitorare è l'economia cinese, alle prese con la necessità di crescere ma prestando attenzione al debito. Per le sue dimensioni l'economia cinese è "incontornabile", un rallentamento è nelle carte ma se superasse le attese ci sarebbero conseguenze sulle materie prime, sul commercio internazionale, sulla stessa idea che gli operatori avrebbero della crescita globale.

La seconda più grande economia del mondo deve continuare a pedalare per non perdere l'equilibrio, ma dovrà controllare l'intensità della pedalata.

Il convincimento

"Il dibattito tra gestioni attive e passive è capito male perché è presentato male" scrive Larry Hatheway di GAM.

Un esempio di questa rappresentazione inesatta è la scommessa di Warren Buffett.

Nel 2007 Buffett mise sul piatto la posta di un milione di dollari scommettendo che nell'arco di dieci anni una replica passiva dell'indice S&P 500 avrebbe avuto un risultato superiore alla gestione attiva di un gruppo di gestori hedge.

I dieci anni sono scaduti a fine 2017 e Buffett ha vinto la scommessa: il fondo passivo ha avuto un ritorno medio annuo del sette per cento contro poco più del due del paniere di fondi hedge.

Tutti a bordo dei fondi passivi dunque?

Se fosse così semplice non ci sarebbe dibattito.

La scommessa di Buffett era riferita alla sola borsa americana, il mercato più efficiente del mondo, le cose cambiano radicalmente quando si parla di portafogli diversificati con asset class diverse, di nicchia, in mercati meno efficienti, con strategie alternative. Notizie come quella della scommessa di Buffett alimentano la rappresentazione scorretta della questione. Tra strategie passive ed attive non c'è contrapposizione, piuttosto complementarità.

In soldoni, le strategie passive funzionano ottimamente in mercati positivi, la gestione attiva si rivela utile nelle fasi laterali e negative, in mercati volatili la selettività tattica dei gestori attivi offre migliore protezione. Negli ultimi anni la correlazione tra azioni e obbligazioni ha favorito le performance dei portafogli "60-40", diversificati nella tradizionale ripartizione tra obbligazioni e azioni.

E' improbabile che questa condizione resti inalterata nel 2018, se non altro dal lato obbligazionario, vulnerabile alla fine dei Quantitative Easing e all'incremento dei tassi. Siamo ancora nel territorio del metodo, non delle previsioni, e il metodo suggerisce che quando si verifica un cambio di gioco è meglio avere in portafoglio anche strategie attive, flessibili, alternative.

La vera diversificazione considera tutte le eventualità.

Le tre regole

Venendo invece alle considerazioni di comportamento, i primi giorni dell'anno dovrebbero essere dedicati più al riesame del metodo di investimento che agli esercizi previsivi. L'inizio anno è il momento dedicato ai bilanci e ai propositi, un momento propizio per verificare che i vari strumenti presenti nel portafoglio siano coerenti con gli obiettivi di medio e lungo termine. E' l'occasione per fare il tagliando alla pianificazione familiare, rivederne le finalità e controllare con il proprio consulente di fiducia l'adeguatezza dei "conti mentali", un aspetto decisivo per la gestione efficiente del risparmio.

La composizione delle diverse classi di attivo nel portafoglio (asset allocation) è, tra tutte, la decisione più importante perché destinata a durare nel tempo, a superare le contingenze di breve periodo, le fasi di euforia come quelle di correzione.

I "conti mentali" si riferiscono alla suddivisione del risparmio in accantonamenti parziali distinti per scopi e orizzonti temporali.

Si valuta ad esempio quanto destinare a quando cesserà l'attività lavorativa, quanto destinare agli studi di figli o nipoti, quanto viene invece assorbito dalle spese correnti (in questa voce ci siano anche i premi assicurativi sui rischi maggiori di capitale umano e capitale immobiliare: le assicurazioni "liberano" risorse per investimenti di lungo termine), quanto destinare a investimenti più rischiosi e quanto, semplicemente, tenere disponibile per gli imprevisti o le piacevolezze.

Una seconda buona regola, L'Alpha e il Beta lo ha ricordato in passato, è ammettere di non saperne abbastanza. Non è mai semplice riconoscere la propria inadeguatezza, anche se lo scenario finanziario e gli strumenti di investimento sono sempre più complessi. Magari può bastare (e sarebbe comunque molto) sapere che quando si parla di risparmi le emozioni sono un'insidia, perché il più delle volte inducono a decisioni avventate. L'educazione finanziaria è ancora modesta, per dirla in modo leggero, molti i risparmiatori ignorano le regole basilari di come trattare il proprio denaro, di come funzionano gli strumenti finanziari e i mercati.





Farnsworth House, disegnata nel 1945 da Mies van der Rohe, l'architetto teorico del "less is more"

E' entrata in vigore la Mifid 2, ultima importante tessera nel mosaico delle tutele dell'investitore. Consulenza, pianificazione finanziaria familiare e conoscenze basilari sono i tre lati del medesimo triangolo, eppure non c'è norma di legge che elimini il rischio di qualsiasi strumento finanziario, non c'è "profilatura dell'investitore" che supplisca alla mancanza delle conoscenze di base.

"Chi sa di più pianifica meglio" potrebbe essere il motto del 2018.

Il paradossale "Comma 22" dell'educazione finanziaria è che quanti ammettono la propria incompetenza e si affidano a un esperto, rivelano in realtà un'alfabetizzazione finanziaria superiore alla media.

"L'unica saggezza che possiamo sperare di acquistare è quella dell'umiltà" scriveva Thomas Eliot, ed è il vero cuore della questione (vedi anche L'Alpha e il Beta del 7.9.2015).

Anche la terza regola contiene un paradosso, meno si guarda il portafoglio, meglio è. Il motto dell'architetto van der Rohe, "less is more", vale anche nella gestione del risparmio.

Guardare poco il portafoglio non significa disinteresse o scarsa qualità delle informazioni, che devono naturalmente essere esatte, chiare, dettagliate.

Il giovamento del guardare poco il portafoglio è nell'evitare le conseguenze dell'eccesso di informazioni.

Gli smartphone e i tablet, così utili e divertenti per i loro molteplici usi, in questo caso giocano contro favorendo in qualsiasi momento l'accesso a un enorme flusso di notizie e di informazioni finanziarie. Gli psicologi comportamentali lo definiscono "information overload" o "sovraccarico cognitivo":

l'eccesso di informazioni rallenta la decisione e può portare a decisioni sbagliate.

L'accesso frequente alla valorizzazione del portafoglio può avere conseguenze negative sulla performance: decisioni di vendita prese sulle cattive notizie, così come l'euforia che fa aumentare l'esposizione al rischio, compromettono la creazione di valore nel lungo periodo (vedi anche Paolo Legrenzi "Sei esercizi facili", Cortina 2015 e "Perché gestiamo male i nostri risparmi", Il Mulino 2013).

E' arduo pensare che i prossimi dodici mesi saranno effervescenti come quelli appena trascorsi, ma la gestione attiva e le tre regole auree ben chiare nella testa consentono di affrontare l'incertezza del nuovo anno con serenità.

"Le cose non vanno mai come vogliamo, ma possiamo accettare le cose come vanno" diceva lo stoico Epitteto, meglio ancora se abbiamo imparato come diversificare tenendo conto di tutte le eventualità.

Buon 2018!

Qualcosa su metodo, e attivi e passivi



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguitemi 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. 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.



L'ALPHA E IL BETA



18 dicembre 2017

Merry Christmas

In un vecchio racconto di Natale scopriamo che oggi come cento anni fa l'umanità prova le medesime inquietudini e nutre le medesime speranze di un mondo migliore

In una gelida notte, uno scrittore seduto al tavolo di lavoro guarda il foglio bianco, non sa quale storia inventarsi per il Natale ormai prossimo. Disilluso come tutti gli adulti, non trova l'illuminazione per una storia che celebri la tradizionale serenità della festa. Lo sguardo va alla finestra e sbatte contro il buio gelido dell'inverno canadese, la mente corre alle notizie che arrivano dall'Europa. Sono giorni terribili, c'è ben poco da festeggiare in quell'inverno del 1914. In quello stesso momento migliaia di giovani sono intrappolati nelle trincee delle Fiandre, del Carso, del fronte russo, come fa quello scrittore a trovare la scintilla che accenda il fuoco di una storia che strabocchi di calore!

“Mio giovane amico, sei completamente in errore”, la voce rompe il silenzio della notte, rivela una presenza estranea che coglie lo scrittore di sorpresa.

Il misterioso personaggio è il Tempo, che entra nella stanza dello scrittore, ne legge i pensieri, gli dice che sono sbagliati, che ha torto, che non si può chiudere con il Natale, non è roba del passato.



Old Father Christmas.

Babbo Natale in una vecchia illustrazione per il racconto "Merry Christmas" di Stephen Leacock, 1914



La scena è l'inizio di "Merry Christmas", un racconto natalizio di Stephen Leacock, scrittore, economista e umorista canadese della prima metà del Novecento. Una storia senza tempo che scalda il cuore. Venne scritta per i lettori di allora, oppressi dalle medesime afflizioni di Leacock, ma continua a parlare alle donne e agli uomini di ogni tempo, perché ogni tempo non risparmia ai suoi contemporanei la loro dose di orrori e di tragedie. Il Tempo presenta allo scrittore Babbo Natale, che restava fuori, al freddo, esitante nell'entrare. Una volta entrato,

"Babbo Natale sedette vicino al fuoco del camino, le mani tese verso le fiamme. Qualcosa della sua vecchia festosità sembrava scintillare nel volto mentre si scaldava vicino al fuoco. 'Così va molto meglio' mormorava 'avevo davvero freddo signore, il gelo mi arrivava fin nelle ossa. Non mi ero mai sentito così, per quanto freddo o vento ci fossero, il mondo mi sembrava caldo. Perché non è più così adesso?'

'Non vedi quanto è abbattuto, come è a pezzi?' mi sussurrò il Tempo in un orecchio 'non vuoi aiutarlo un po?'

'Lo farei con piacere' risposi 'se solo potessi'

'Possono tutti' disse il Tempo 'ciascuno di noi può'.

Babbo Natale è irriconoscibile, nei suoi occhi non si riconosce più il luccichio dell'esultanza dei bambini, molti di loro, cresciuti, stanno morendo nelle trincee. L'abito è lacerato, la sacca dei regali semivuota, lui stesso soffre di disturbi mentali: teme che sotto al pavimento ci siano mine, ha paura di una pila di libri buttati sul divano, potrebbero nascondere una mitragliatrice. I disturbi di Babbo Natale sono gli stessi che i medici militari classificano come PTSD, Post-Traumatic Stress Disorder, la sindrome che affligge moltissimi militari quando rientrano da zone di guerra, nel 1914 come nel 2017.



Stephen Leacock, economista, scrittore, umorista (1869 - 1944)

Come cento anni fa, neppure oggi mancano motivi di insicurezza, dalle radici nelle grandi crisi planetarie come nella pratica quotidiana: la competizione allenta i sensi della solidarietà, il fideistico affidamento alle capacità taumaturgiche dei singoli leader appiattisce il faticoso esercizio della partecipazione, trascura il paziente esercizio della politica.

Il "noi", che per Sartre e gli esistenzialisti francesi costruiva l'identità dei singoli, è sostituito dall'"io", dall'individualismo che quando è creativo esalta le competenze e l'intraprendenza, ma quando si fa competitivo diventa "incapace di riconoscere qualcosa che possa trascenderlo, e quindi inevitabilmente destinato ad erodere, nel lungo periodo, le condizioni stesse della propria sopravvivenza" (F. Cassano).

"Le derive individualistiche, che tanto hanno sedotto e seducono, esorcizzano la paura della fragilità cui sempre allude la dipendenza, rimuovono il limite, operano astrazioni e disegnano il profilo di una bugiarda libertà del singolo separato dal tessuto relazionale in cui è necessariamente immerso e senza il quale la sua stessa sopravvivenza è impossibile" scrive Luisa Cavaliere nella prefazione a "L'economia è cura" della svizzera Ina Praetorius.

Pensare all'economia come "cura" è anti intuitivo, un concetto ancora poco esplorato dal pensiero economico tradizionale, eppure le relazioni economiche sono prima di tutto relazioni, fili di innumerevoli vite e storie individuali che si intrecciano tra loro in trame che costituiscono il tessuto economico di una comunità.

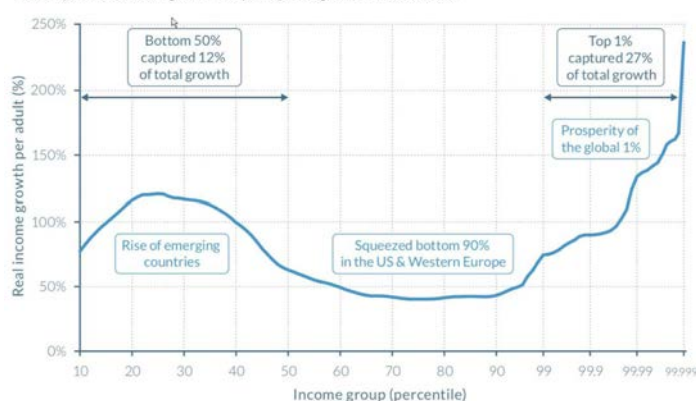
"L'incantamento, l'allegria, la bellezza del Natale sono sparite, stritolate e annientate dall'avidità economica e dagli orrori della guerra" si sfoga lo scrittore con il Tempo "ridammi indietro il Natale di cento anni fa, in quelle pittoresche case di allora, con le luci che brillavano dalle finestre nella neve, con calore e serenità al loro interno, un fuoco che divampava sulla terra intera".

Quella nostalgia per il calore delle case, non solo quello fisico, rimanda al significato originario del termine economia, formato dalle due parole greche "oikos", casa, e "nomos", regola. L'economia nasce come l'insieme delle norme che governano la gestione della casa che, in breve, diventa la "casa comune", la comunità. Il primo a mettere a fuoco questo concetto fu Aristotele nella sua *Politica*, la casa coincide con lo spazio condiviso da una comunità, l'economia è l'insieme di regole atte a far vivere bene i membri di quella comunità, regole per la produzione e lo scambio dei beni e dei servizi.

L'economia della cura riprende e attualizza l'antica astrazione aristotelica.



The elephant curve of global inequality and growth, 1980-2016



L'eccesso di disuguaglianze costituisce un freno alla crescita. Fonte: WID.world 2017.

E' necessario, in questo senso, trattare con cura il nostro pianeta, se vogliamo far sopravvivere le future generazioni

E' opportuno riconoscere il valore economico delle attività di cura in senso stretto, quelle all'interno della famiglia, stimate in circa la metà del lavoro socialmente necessario eppure invisibili a qualsiasi statistica produttiva.

E' urgente recuperare il senso della "cura" nelle relazioni sociali che diventano relazioni economiche, perché ha ragione a temere il futuro quella moltitudine di donne e uomini che non è in grado di fare affidamento sulle proprie individuali capacità in caso di fortune avverse.

Il nostro Leacock scrive, in un saggio del 1920, che "la dottrina del 'ciascuno per sé' è finita per sempre, sono finiti i tempi in cui un uomo cerca invano un posto di lavoro, in cui il povero muore di freddo in strada nell'indifferenza dei suoi simili ...".

Leacock aveva ragione solo in parte: è vero che dagli anni Venti lo stato sociale e il welfare hanno fatto enormi conquiste ma la dottrina del 'ciascuno per sé' non è finita per sempre. Il pendolo della storia sta invertendo il suo movimento, tornano le disuguaglianze, le tensioni sociali e i mostri del sonno della ragione.

Comunità dominate dalle paure e dalle insicurezze sono uno dei risultati dello sgretolamento del vecchio ordine politico, sono saltati i vecchi equilibri senza che sia stato definito un diverso ordine che sovrintenda a equilibri nuovi. Ne fanno le spese anche i mercati finanziari, privi di macro-riferimenti ai quali ancorare le valutazioni di lungo termine.

Ma di mercati torneremo a parlare a gennaio, in questi giorni di pausa potremmo trovare il tempo per leggere qualcosa sull'economia di cura o sull'economia circolare, accomunate entrambe da un pensiero innovativo dello sviluppo economico, inclusivo delle persone, rispettoso del pianeta.

"D'altro canto è abbastanza evidente che non è possibile nessun rapido e completo cambiamento del mondo in cui viviamo" scrive sempre Leacock per il quale una condizione di benessere diffuso si può raggiungere "con una minima dose di pubblica onestà e integrità". E, aggiungo io, anche con la buona volontà di ciascuno di noi.

Buon Natale!



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

27 novembre 2017

Portafogli vittoriani

Anche i portafogli di fine Ottocento conoscevano il valore della diversificazione, sia pure in forma rudimentale. Diversificazione e orizzonte temporale restano gli antidoti più efficaci per contrastare le fasi avverse dei mercati

Il 15 settembre 2015 è il giorno in cui Elisabetta II della Casa reale dei Windsor è entrata nella storia del Regno Unito battendo il primato di 63 anni di regno della Regina Vittoria.

Ma difficilmente la regina Elisabetta darà il proprio nome ai decenni del suo regno come invece ha fatto Vittoria, il cui nome segna in modo definitivo la seconda metà del secolo XIX della storia britannica, l'era Vittoriana.

Nel regno di Vittoria, dal 1837 al 1901, la Gran Bretagna si trasformò radicalmente: furono gli anni dell'industrializzazione, della modernizzazione di servizi come la posta pubblica, dell'istruzione obbligatoria per i ragazzi fino a dieci anni, della costruzione a Londra di nuovi quartieri e palazzi come la Royal Albert Hall o il Museo di Storia Naturale. Furono gli anni del telefono e del grammofo, si stabilirono le regole ufficiali del gioco del calcio e vennero fondati i primi "Football Club".



1894, una donna pronta per la spiaggia. Fonte London Stereoscopic Company/Getty Images.

Ma l'età vittoriana coincide anche con le rigide regole del pubblico pudore. Ai bambini non era permesso schiamazzare e trascorrere troppo tempo con i genitori era considerato sconveniente. Agli uomini non era consentito chiamare una donna per nome proprio, a meno che non fosse la fidanzata o la moglie, le donne non dovevano mostrare le caviglie. Celebri le gambe del tavolo coperte, o l'assenza nei menu dei ristoranti della coscia e del petto di pollo, il linguaggio figurato avrebbe potuto evocare pensieri disdicevoli!

Nei decenni vittoriani si verificarono cambiamenti anche nelle pratiche bancarie. In assenza di un sistema nazionale di compensazione degli assegni, alcune banche si assunsero l'onere di gestire e velocizzare i trasferimenti interbancari di somme di denaro. L'industrializzazione accelerò il perfezionamento delle tecniche del credito, l'accumulazione del risparmio rese necessarie figure professionali come i consulenti finanziari. Nuove norme sulle società a responsabilità limitata e per azioni ampliarono le tipologie di titoli a disposizione degli investitori.

Due ricercatori inglesi si sono presi la briga di esaminare i rendiconti dei conti e dei dossier titoli dei loro bisnonni e hanno scoperto che i consulenti finanziari di fine Ottocento raccomandavano ai loro clienti la diversificazione, una buona pratica dunque già nota ancor prima dell'introduzione della Moderna Teoria del Portafoglio.

I risparmiatori vittoriani erano avversi al rischio, né più né meno come i risparmiatori di oggi e di sempre, i loro consulenti raccomandavano la distribuzione dei rischi tra titoli diversi, anche fuori dai confini del Regno, la stabilità dei cambi assicurata dal "gold standard" comportava un contenuto rischio valutario.



Lo studio associato di consulenti Chadwicks, Adamson, Collier & Co. di Manchester inviava mensilmente ai propri clienti una newsletter settimanale, in una di queste leggiamo la critica alla diffusa preferenza dei risparmiatori inglesi per le sole obbligazioni della Corona:

“Siamo ormai troppo consapevoli dei nostri interessi per riporre tutta la nostra fiducia nei soli ‘Consols’ ... le azioni ferroviarie, o anche le azioni estere, nel lungo periodo si sono rivelate più remunerative. Riteniamo che un’attenta selezione tra le numerose tipologie di titoli possa dare rendimenti molto remunerativi. Una corretta ripartizione dei rischi non solo garantisce il valore del capitale investito ma offre anche la prospettiva della sua stabile crescita nel tempo”.

Al netto di un linguaggio assertivo che oggi non supererebbe il severo vaglio delle compliance interne o delle autorità di controllo, i consulenti che redigevano questa newsletter nel 1870 consigliavano diversificazione, selettività, orizzonte temporale.

Certo, si trattava di una diversificazione “ingenua”, la ripartizione di uguali quantità di denaro in titoli diversi (in linguaggio moderno diremmo “equal-weighted strategy”) non era altro che l’interpretazione letterale della regola delle uova in più panieri, mirabilmente già descritta da Shakespeare. Così recita Antonio nel Mercante di Venezia:

“No, no, credetemi: riguardo a questo, posso ben ringraziare la mia sorte: le mie merci non son tutte stivate nel ventre d’una sola ragusina, né tutte destinate ad un sol luogo, né dipende l’intera mia sostanza dalla buona fortuna di quest’anno”.



Giorgio Albertazzi interpreta Shylock ne Il Mercante di Venezia di Shakespeare

Sarebbe esercizio fatuo elencare le differenze con l’età vittoriana e le sfide che devono affrontare i tris-nipoti di quegli investitori, che vivono nell’era dei molti “post”:

- Il regime dei cambi flessibili “post-Bretton Woods”, introdotto dagli Stati Uniti nel 1971, rende i mercati più vulnerabili alle crisi finanziarie;
- l’interventismo delle banche centrali nel “post-Lehman” e la creazione di un’imponente liquidità hanno alterato i mercati e adulterato la percezione del rischio;
- il “post Lehman” ha costretto autorità di controllo, operatori professionali, investitori istituzionali e risparmiatori a far fronte agli inediti scenari di tassi ultra bassi e rendimenti negativi;
- il tempo “post-digital” coincide con l’avvento delle gestioni sistematiche e dei sistemi digitali di “robo for advisory”, le prime aiutano la diversificazione, i secondi aiuteranno a ottimizzare i servizi di consulenza.

Poche sere fa, in una tavola rotonda dedicata agli scenari di mercato, il moderatore professor Marco Oriani mi ha rivolto una domanda su cosa fare della liquidità: entrare nei mercati a questi livelli, tenerla sul conto in attesa di momenti di ingresso più favorevoli, o anche crearla, prendendo beneficio parziale?

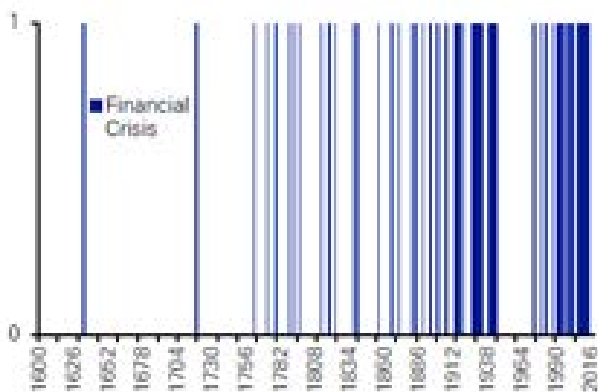
La domanda è probabilmente la madre di tutte le domande perché il gestore, il consulente, il risparmiatore hanno in comune la medesima necessità di tempo e non sappiamo cosa riservi il tempo futuro.

Il gestore ha bisogno di tempo affinché la sua strategia generi i risultati attesi, il consulente ha bisogno di tempo per conquistare la fiducia di un nuovo cliente. Anche il risparmiatore ha bisogno di tempo, e di risultati sia pur di poco positivi, per acquisire fiducia nella diversificazione e nella gestione attiva del patrimonio.

Al professor Oriani ho risposto con due considerazioni.

La borsa americana è nel secondo più lungo ciclo positivo della sua storia, su livelli decisamente più cari rispetto alle borse europee o emergenti, ma è altrettanto vero che i mercati possono restare irrazionali “più a lungo di quanto si possa restare solventi”, come ricordava Keynes. Il primo aspetto da tenere presente riguarda dunque le caratteristiche personali dell’investitore, il livello della sua ansia o, più tecnicamente, la sua tolleranza al rischio e i suoi obiettivi, il suo orizzonte temporale. Quanto più questo è lungo, tanto più verranno assorbite le correzioni.





La frequenza delle crisi finanziarie tende ad aumentare. Fonte Deutsche Bank, Global Financial Data, Sept. 2017.

Il Financial Times ha stilato una classifica delle correzioni dei mercati profilando tre diversi gradi di intensità.

La correzione “ciclica” è innescata da fatti particolari come un aumento inatteso dei tassi o timori di un calo della crescita economica e dei profitti aziendali. Correzioni di questo tipo possono essere frequenti ma “tendono a essere intense e brevi”.

Uno shock straordinario, ad esempio il brusco innalzamento delle tensioni geo-politiche, può dare origine a correzioni “event-driven”, mentre quelle “strutturali” sono l’esito di gravi disequilibri o esplosione di bolle speculative. Queste ultime possono esprimersi con marcate correzioni degli indici e richiedere anche un decennio per essere riassorbite.

A dispetto dei molti focolai di incertezza politica, non si scorgono segnali forti che suggeriscano modifiche all’asset allocation e alla preferenza relativa alle azioni.

La seconda considerazione che ho proposto è che se stare investiti è rischioso, lo è altrettanto il tentativo di anticipare il picco di mercato.

Situazioni inedite danno origine a reazioni incerte e, spesso, eccessive e irrazionali. Stare liquidi è costoso, meglio lasciar perdere le previsioni sul punto di inversione prossimo venturo e non cedere alla tentazione del timing e della speculazione, che il più delle volte rischia di trasformare una piccola somma in una fortuna.

Rimanere fedeli a un metodo, non alterarne le regole sulla spinta di emozioni significa invece occuparsi di investimenti, l’attività che “impedisce a una fortuna di trasformarsi in una piccola somma”, come diceva Fred Schwed Jr.

Anche nei mercati finanziari non esistono pasti gratis, modi veloci per arricchirsi. A differenza dei nostri trisnonni che diversificavano in modo ingenuo, noi abbiamo la possibilità di diversificare con la scaltrezza delle decorrelazioni.

Anticipare i picchi di mercato è giocare con la sorte, verificare periodicamente l’adeguatezza dell’allocazione tra le classi di attivo con gli obiettivi di lungo termine è saggezza. Almeno in questo nulla è cambiato dai tempi della regina Vittoria.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguitemi 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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

20 novembre 2017

La corsa dei mercati emergenti.

I risultati fin qui registrati dai mercati emergenti inducono molti a interrogarsi se c'è ancora carburante nel motore delle loro performance

Le prime città della storia risalgono, anno più anno meno, al quarto millennio avanti Cristo. Ur, Uruk, Lagash, Eridu, Umma, Nippur erano le grandi città sumere nell'area che oggi coincide con l'Iraq sud-orientale, non una semplice evoluzione dei villaggi neolitici ma una prima, grande discontinuità nel progresso dell'umanità.

Nelle città nascono forme di organizzazione sociale del tutto nuove. Non ci vivono contadini e allevatori, che preferiscono restare vicini ai campi e alle greggi, ma mercanti, soldati, funzionari, sacerdoti, scribi, giudici. Nella città antica si perfezionano le prime forme di divisione del lavoro e dei ceti sociali.

Per favorire le esigenze organizzative delle attività si formano adeguati spazi urbani che coincidono con i moderni quartieri, in uno si concentrano gli artigiani, in un altro il mercato, in un altro ancora le dimore dell'élite di governo. I quartieri sono collegati tra loro da sistemi viari organizzati e regolari, il più delle volte a maglia ortogonale attorno a un luogo fortemente simbolico, il tempio, luogo del potere religioso, o il palazzo del governo, luogo del potere politico.

Le relazioni economiche si fanno più complesse, nascono i concetti di interesse semplice e composto, la scrittura nasce soprattutto per ragioni contabili, per tenere memoria di accordi commerciali. Le prime tavolette in terracotta ritrovate in Mesopotamia riportano registrazioni di dare e avere, prime testimonianze dell'esistenza di una architettura finanziaria.



La porta di Ishtar (VI secolo a. C.), ricostruita al museo Pergamon di Berlino

Babilonia è un esempio di città che potremmo definire “moderna”, con una doppia cinta muraria, una organizzazione viaria e urbanistica regolare, a scacchiera. La maestosa porta conservata al museo Pergamon di Berlino è straordinaria testimonianza dell'antica grandezza della città. Costruita sul lato nord, all'inizio della via delle processioni, la porta dedicata alla dea dell'amore e della guerra Ishtar era uno delle otto porte della doppia cinta muraria lunga quasi venti chilometri. “Oltre che così grande è anche di una bellezza che non ha eguali in nessun'altra città da noi conosciuta” scrive Erodoto di Babilonia.

Nel corso della storia le cose non sono cambiate, le grandi città hanno sempre rappresentato i luoghi dello sviluppo politico e della crescita della ricchezza.

Ancora oggi le grandi città sono i luoghi dello sviluppo, i termometri della ricchezza. I quattro quinti del PIL globale sono prodotti dal 54% della popolazione mondiale che vive in aree urbane, una percentuale destinata a salire al 66% da qui a vent'anni.



Come nel quarto millennio avanti Cristo, tasso di urbanizzazione e crescita economica sono ancora fortemente connessi.

Le città hanno sempre costituito la frontiera dello sviluppo, oggi l'urbanizzazione comporta qualche complessità in più, l'invecchiamento della popolazione esigerà maggiori attenzioni all'assistenza sanitaria, l'emergenza climatica imporrà alla crescita più severi standard di sostenibilità ambientale. Nei prossimi anni un ruolo sempre più rilevante lo avranno le grandi città dei paesi emergenti e costituiranno una delle principali forze della crescita globale prossima ventura.

Da qui al 2050 più della metà della popolazione mondiale, qualcosa come oltre cinque miliardi di persone, vivrà nelle megalopoli e nelle città emergenti.

Oggi tra le prime dieci più grandi città al mondo solo tre si trovano nei paesi avanzati: Tokyo, con la sua area metropolitana di 38 milioni di abitanti resta la città più grande del mondo, Osaka è in ottava posizione, New York decima, dopo Il Cairo.

Il fenomeno dell'urbanizzazione coincide con migliori opportunità di studio e di lavoro, economie di scala, più alta produttività, ottimizzazione dei tempi grazie a migliori trasporti, migliore assistenza sanitaria.

La gran parte delle megalopoli nei paesi emergenti sono ancora prive di queste caratteristiche: trasporti cittadini, erogazione di acqua ed energia, assistenza sanitaria, scuole superiori e università, per l'Asian Development Bank solo in Asia c'è bisogno di investimenti in infrastrutture per 1,5 trilioni di dollari all'anno, più del 5% del PIL dell'area.

L'urbanizzazione è la sfida dei governi emergenti nei prossimi anni, il destino delle città è il combustibile nel motore delle loro economie.

In questi anni le vele dei mercati emergenti sono state gonfiate dall'abbondante liquidità e dalla ricerca di rendimento. Ne hanno approfittato tutti, soprattutto i paesi più rischiosi, meno presenti sui mercati dei capitali. Nei primi dieci mesi dell'anno le emissioni sotto l'investment grade sono state il 40% di tutte le emissioni emergenti. A settembre si sono affacciati ai mercati dei capitali il Bahrein, con un'emissione da tre miliardi di dollari, e la Repubblica del Tagikistan, un debutto da 500 milioni di dollari. Prima di loro l'Iran aveva raccolto un miliardo di dollari, l'Ucraina tre miliardi, prima emissione dall'invasione russa in Crimea tre anni fa. Anche l'Egitto è entrato nella top list delle preferenze, del resto dopo l'aumento dei tassi della banca centrale il suo titolo a tre mesi rende il 18% annuo, non c'è gara con l'1,2% del T-Bill americano.



La tavoletta di Drehem (2100 a. C.) descrive la crescita geometrica di una mandria di bovini in dieci anni, la quantità di latte e formaggio prevista, il loro valore economico in unità d'argento. E' uno dei primi documenti di pianificazione economica, un primitivo business plan

Il flusso di liquidità globale si è insinuato nell'aridità di aree del mondo che mai prima avevano avuto accesso ai mercati dei capitali. Acqua preziosa che irriga l'attività economica ma nello stesso tempo espone economie fragili e poco diversificate al rischio di bruschi scossoni nel sistema finanziario globale. Può durare? Il nervosismo è lecito, anche nei mercati emergenti le valutazioni sono cresciute, non sono più quelle del 2016.

Le dinamiche demografiche e l'urbanizzazione sono forze positive che giustificano l'esposizione di lungo termine alle economie emergenti ma lasciano inevase le domande sulle condizioni finanziarie di queste economie e sulla loro sostenibilità nel breve periodo.

Il momento positivo delle economie emergenti non poggia solo sulla gradualità della normalizzazione delle politiche monetarie "che certamente aiuta" dice Enzo Puntillo di GAM "ma i paesi emergenti hanno dalla loro la robustezza dell'attività economica, ancora formidabile".

La forza è nei numeri di PIL, nei livelli dei consumi, negli indici PMI che forniscono attendibili previsioni sull'immediato futuro. Alle ragioni strutturali di lungo termine si affiancano almeno due forze di breve periodo. Vediamole in ordine.

Una delle grandezze economiche da osservare per valutare le condizioni di un sistema economico è l'attività creditizia e, in particolare, il cosiddetto "impulso al credito", la derivata seconda dell'attività creditizia o, in parole più semplici, la sua velocità.





Nell'area metropolitana di Mumbai, India, abitano oltre 21 milioni di persone, saranno quasi 28 nel 2030

Ne parla anche Michael Biggs di GAM in un recente articolo, "ciò che guida davvero il ciclo economico non è il livello alto o basso del credito ma se quest'ultimo sta aumentando o diminuendo". Se ciò che conta è la direzione e la velocità con le quali si muove l'erogazione del credito, queste stanno migliorando dopo anni di rallentamento.

L'altra grande forza endogena è l'economia cinese, il vero motore dei paesi emergenti, realtà che per le sue dimensioni è da anni "incontornabile", imprescindibile.

L'economia cinese continua la transizione verso una preponderanza dei consumi e dei servizi, l'obiettivo di lungo termine è portare la percentuale di questi ultimi verso l'80%, il livello delle economie avanzate.

La crescita cinese nel secondo trimestre è stata del 6,9%, l'obiettivo di 6,7% per quest'anno dovrebbe essere raggiunto. L'attività economica dovrebbe diminuire nel 2018, i dati di ottobre hanno già mostrato un leggero rallentamento, il rendimento del decennale cinese ha immediatamente reagito verso l'alto, costringendo la banca centrale a intervenire con liquidità.

Poche settimane fa il governatore della banca centrale ha lanciato l'avvertimento dei rischi di un "Minsky moment", un improvviso crollo dei valori degli asset finanziari a seguito dell'esplosione di una bolla creditizia. L'imponente debito privato cinese ha costretto le autorità a inasprire le condizioni del credito. Quello che si diceva dell'America, quando starnutisce il resto del mondo prende il raffreddore, vale ancor di più per la Cina, il ricordo delle correzioni dell'agosto 2015 e del gennaio 2016 è ancora nitido nella memoria.

"Chi non osa afferrare la spina non dovrebbe desiderare la rosa" (vedi L'Alpha e il Beta del 11.9.2017), anche la rosa dei mercati emergenti ha le sue spine: il rischio politico, il rallentamento cinese superiore alle stime, il dollaro forte sono le principali.

Si tratta di rischi noti, in buona misura già nei prezzi, mentre non è forse altrettanto compreso il ciclo del credito, le sorprese positive sulla crescita possono dare ancora vigore all'esposizione in questa classe di attivo.

Il 2018 sarà un anno interessante, con il confronto tra le opposte tensioni tra il proseguimento dello scenario attuale e un radicale cambio di gioco, per il momento la corsa dei mercati emergenti può proseguire.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

6 novembre 2017

Quando il lungo termine non basta

“Stocks for the long run”, azioni per il lungo termine. La regola aurea e sempre valida della superiorità dell'investimento azionario nel lungo periodo merita un aggiornamento

“Tutti dovrebbero essere ricchi!”.

Con questo titolo perentorio venne pubblicata nell'agosto del 1929 un'intervista a John J. Raskob, l'artefice della costruzione dell'edificio simbolo di New York, l'Empire State Building.

Raskob è ricordato nella storia finanziaria non per la celebre competizione in altezza con Walter Chrysler, finanziatore del grattacielo della Chrysler Corporation, ma per quella improvvida intervista estiva.

Come dargli torto, negli anni Venti l'economia americana era in una tremenda fase espansiva, la borsa amplificava l'ottimismo, per il dirigente della General Motor quello era il momento giusto per approfittarne, chiunque poteva davvero crearsi un discreto patrimonio. Non erano importanti l'estrazione sociale o la ricchezza, mettere anche soli quindici dollari al mese in qualche titolo azionario voleva dire ritrovarsi con un capitale di 80.000 dollari nel giro di vent'anni. Raskob anticipava i vantaggi dei piani di accumulo ma stimava anche un ardito rendimento annuo del 24%, mai visto prima eppure “del tutto plausibile nell'atmosfera del mercato ‘toro’ degli anni Venti” scrive Jeremy Siegel, “le azioni elettrizzavano gli investitori che a milioni misero in borsa i loro risparmi per vederli crescere in fretta”.



Il cantiere dell'Empire State Building, il grattacielo voluto da John Raskob.
Fonte Bettmann/Corbis

Il 3 settembre 1929, pochi giorni dopo la pubblicazione dell'intervista, il Dow Jones toccò il massimo di 381,17. Durò poco, la tempesta perfetta si sarebbe scatenata da lì a poche settimane e tre anni dopo, l'8 luglio 1932 il Dow toccava il minimo di 41,22, una perdita di valore del 89%. Altro che investimenti che “avrebbero reso ricco chiunque”!



Come un fiume carsico, l'esortazione di Raskob viene periodicamente ricordata e dileggiata, un destino condiviso con il povero Irving Fisher, anche lui condannato a essere ricordato più per quel riferimento all'"altopiano di stabilità" dei prezzi azionari fatto a metà ottobre del 1929 che per i suoi distintivi contributi alla scienza economica.

Jeremy Siegel ricorda Raskob nel suo "Stocks for the Long Run", un libro che già nel titolo dichiara la superiorità dell'investimento azionario nel lungo termine. Una delle prime regole della finanza è che i titoli azionari devono compensare il maggior rischio rispetto a investimenti che ne sono privi (o sono comunque percepiti privi di rischio). Il "premio al rischio" è il differenziale che caratterizza ogni rendimento superiore a quello degli strumenti monetari, che si assumono come sicuri o "risk-free".

Gli anni recenti hanno però scalfito questa certezza. Per dimostrare i suoi maggiori rendimenti l'investimento azionario ha avuto bisogno di intervalli di tempo sempre più lunghi. Perché è vero che tra il 1900 e il 2016 le azioni globali sono state di gran lunga l'asset class migliore, con un rendimento annuo superiore al 5% che rende irrilevanti lo 0,8% del mercato monetario e l'1,8% delle obbligazioni.

Ma stiamo parlando di 116 anni! Un "lungo periodo" su cui Keynes ha già detto parole definitive.

I dati storici dei premi al rischio li dobbiamo a tre professori della London Business School, Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton. Secondo la loro analisi il migliore dei mondi possibili per un investitore sono stati gli ultimi due decenni del secolo precedente. Dal 1980 al 1999 le azioni hanno dato un saporito 10,6%, le obbligazioni un più che decoroso 6,6% e il mercato monetario il 2,8%.

Le cose cambiano radicalmente se prendiamo un intervallo più prossimo, diciamo tra il 2000 e il 2016. In questo intervallo le azioni hanno dato un rendimento medio annuo di 1,9%, il rendimento del mercato monetario è stato pressoché zero e le obbligazioni hanno dato un rendimento del 4,8%, un risultato eccellente come il Marzemino di Don Giovanni.

Where did the premium go?

Total returns, January 1997=100

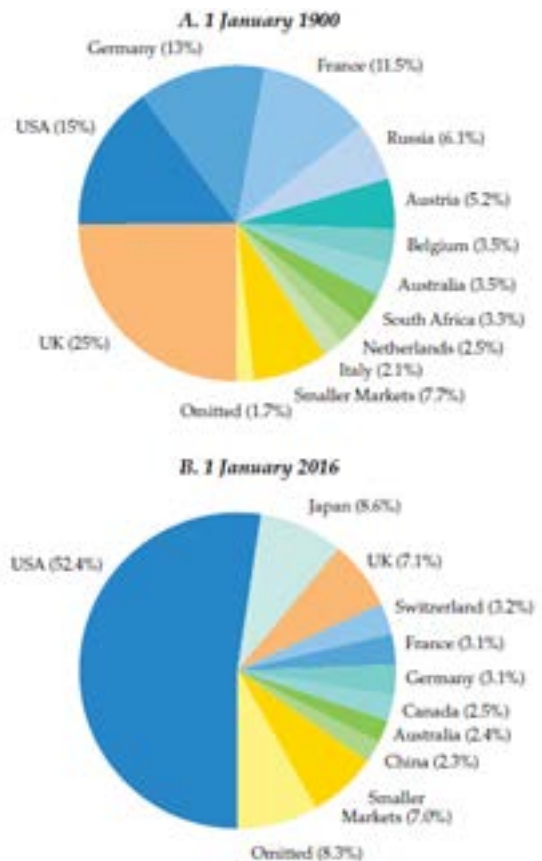


Fonte: Thomson Reuters, The Economist

Ciascuno può divertirsi a selezionare periodi diversi e vedere il comportamento relativo tra azioni, obbligazioni e mercato monetario, ma il punto non è questo.

I dati raccolti dai tre professori della LBS sono relativi alle azioni globali, danno supporto statistico all'affermazione che le azioni sono adatte al lungo termine ma non rispecchiano la realtà degli investimenti. Che non sono mai "globali" come gli indici, ma sono condizionati dalle preferenze regionali, dalla concentrazione su un dato strumento, settore o titolo, dalla consistenza nel tempo dei portafogli. Togliamo ad esempio dalle azioni globali la borsa americana e i risultati cambiano radicalmente, in peggio.

All'inizio del Novecento la borsa di Londra era la più importante del mondo, pesava il 25% della capitalizzazione globale. La borsa tedesca pesava il 13%, poco meno della borsa americana. Poi la Prima Guerra Mondiale spazzò via gli imperi europei e la Gran Bretagna si ritrovò nella inedita posizione di debitrice. Negli stessi anni in cui la borsa americana cresceva e veniva celebrata da Raskob come luogo di facile arricchimento, la borsa inglese e tedesca si ridimensionavano pesantemente, i loro investitori ne uscivano impoveriti.



Confronto tra il peso relativo delle borse mondiali. Fonte: DMS, FTSE, E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton 2017

Negli anni è cambiato anche il Dow Jones, l'indice più vecchio di Wall Street. Qualcuno ricorda i nomi delle maggiori società che componevano l'indice nel 1930? Ad esempio l'American Sugar Refining, la General Railway, la Radio Corporation of America. I settori prevalenti erano l'acciaio, il chimico petrolifero, i consumi.



L'affermazione "le azioni sono adatte al lungo termine" resta vera, ma ha bisogno di essere declinata, circostanziata, il "lungo termine" da solo non basta, perché nel tempo cambiano i rapporti economici tra stati, settori, singole società. Il concetto sacrosanto del lungo termine va accompagnato con concetti altrettanto centrali come la selettività e l'analisi di merito.

Bisogna abituarsi all'idea che l'investimento azionario può dare delusioni anche in un arco di tempo congruo. Il paradosso è che "più persone ritengono che l'investimento azionario sia il migliore, più le valutazioni salgono, e così diminuiscono le probabilità che le azioni sovraperformino". Non abbiamo bisogno di leggerlo sull'Economist perché ce lo ricorda spesso il nostro Paolo Legrenzi. In questo momento, in effetti, facciamo i conti con valutazioni sopra le medie storiche, la selettività e la gestione attiva diventano preziosi alleati.

La settimana scorsa abbiamo parlato proprio di questo al GAM Equity Day (qui il materiale). Abbiamo presentato l'opportunità di diversificare l'investimento azionario in temi regionali come i Mercati Emergenti e settoriali come Lusso e Health-Care.

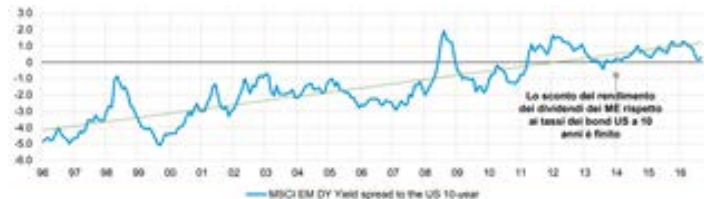
Le valutazioni dei listini emergenti presentano ad esempio valutazioni ragionevoli rispetto ai mercati sviluppati, al Nasdaq e al più ampio Russell 2000. Dopo anni di sottoperformance hanno ancora spazio per crescere.

Forward PE valuation - MSCI EM versus DM



Fonte: CLSA UK 18.7.2016

Sempre delegando allo specialista la loro selezione, le borse emergenti presentano dividendi superiori al rendimento del decennale americano, uno spunto interessante per chi cerca fonti di reddito.



		P/E	P/BV	P/CF	P/Sales	Div Yld	FCF Yld
MSCI EM	Current	11.8	1.4	7.8	1.1	2.7	6.8
	10-year Average ->	11.2	1.6	6.9	1.1	3.0	5.3
	Premium	6%	-11%	10%	2%	-6%	52%
S&P500	Current	17.2	2.7	11.8	1.8	2.2	4.7
	10-year Average ->	14.2	2.2	9.6	1.4	2.3	6.5
	Premium	-21%	-22%	-24%	-34%	-2%	-28%

Rendimento dei dividendi EM rispetto ai tassi decennali USA. Fonte Bloomberg, MSCI, GAM

In definitiva, e in semplicità, se "la superiorità dell'investimento azionario nel lungo periodo è indiscutibile" come sostiene Jeremy Siegel, è altrettanto indiscutibile la necessità di essere selettivi e opportunisti per evitare che il lungo periodo diventi ... eccessivamente lungo.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

23 ottobre 2017

Regole e caso

Il nuovo libro di Paolo Legrenzi, Regole e caso, consente di parlare ancora del “grande crollo” del 19 ottobre 1987 e delle similitudini con l’attuale fase di mercato, dalla prospettiva della psicologia cognitiva

Il trentesimo anniversario del “giorno più devastante nella storia di tutti i mercati”, secondo la lapidaria definizione di Galbraith, è stato ampiamente ricordato e commentato in tutta la comunità finanziaria. E giustamente, perché il 19 ottobre 1987 fu davvero una delle peggiori giornate nella storia moderna delle borse, l’indice Dow Jones perse 508 punti, il 22,6% della sua capitalizzazione. I commenti, le analisi, i ricordi personali hanno trovato un comune punto di caduta sulla domanda “può accadere di nuovo?”.



Confronto tra l'andamento del Dow nel 1929, 1987 e 2017: il grafico non suggerisce che Wall Street sia prossima al terzo episodio ottobre. Fonte Thomson Reuters Datastream, FT

Il grafico del Financial Time che mette in prospettiva gli andamenti del Dow nel 1929, 1987 e 2017 va letto con attenzione, l'andamento degli indici nei tre diversi periodi sembra suggerire che non “ci sia “due senza tre”, ma non è così. Un crollo come quello del 1987 non potrà ripetersi, se non altro perché regolamenti e controlli sospendono le negoziazioni in caso di forti correzioni.

Sono trascorsi trent'anni, un arco di tempo sufficiente per diventare adulti, un'era geologica se confrontiamo la Wall Street di allora con quella di oggi.

E' cambiato il mondo, sono cambiati i mercati, sono cambiate le condizioni strutturali dell'economia e dei mercati, si sono rafforzati i presidi regolamentari, oggi sarebbe temerario tentare di ripetere il fortunato gioco che all'epoca riuscì ad alcuni fondi pensione.

Giudicando troppo care le valutazioni azionarie, gestori di fondi pensione erano rimasti liquidi o avevano gradualmente alleggerito l'esposizione in attesa di un più favorevole momento di ingresso. Quel momento si presentò il 19 ottobre, quando sul crollo di oltre un quinto della capitalizzazione quei fondi pensione, per natura orientati al lungo termine (quello vero) e anti-ciclici, cominciarono a comprare andando avanti per le settimane seguenti. Poi il mercato si riprese, cominciò il più lungo periodo positivo della storia della borsa americana, dal 1987 al 2000.

Rischioso imitare quel colpo gobbo, un po' perché i sistemi di controllo sospenderebbero le negoziazioni, un po' perché le valutazioni sono da anni sopra le medie storiche, stare liquidi sarebbe stato estremamente costoso. L'altra grande differenza riguarda i rendimenti obbligazionari. Nel 1987 il Treasury a dieci anni rendeva più del 9%, oggi l'inedito interventismo delle banche centrali lo schiaccia al 2,3%, un valore che rende ragionevoli gli attuali livelli del mercato azionario, altrimenti “cari”.

Ma dire che è impossibile il ripetersi di un “19 ottobre” non vuol dire che non possano verificarsi nuovi episodi di panico e di vendite forzate.





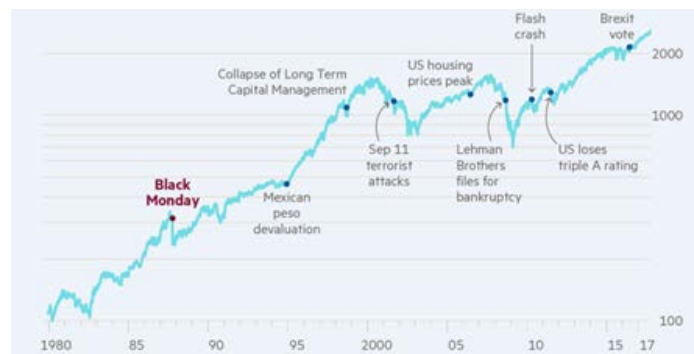
Wall Street, 19 ottobre 1987. Fonte Maria Bastone/Ag. France Presse, Getty Images, New York Times

Restiamo al 1987. Pochi giorni dopo il crollo di ottobre, l'economista Robert Shiller inviò dei questionari a migliaia di operatori e investitori istituzionali chiedendo quali mosse avessero intrapreso quel giorno e le loro motivazioni. Le risposte furono superiori al migliaio, un campione sufficiente per un'analisi dell'accaduto. Le conclusioni di Shiller furono diverse da quelle della commissione parlamentare voluta da Ronald Reagan, che puntò il dito sull'elevato disavanzo commerciale e sui timori relativi a una proposta di legge che avrebbe ostacolato operazioni societarie. La reazione negativa del mercato a questi due fatti, affermava il rapporto della Commissione Brady, fece scattare gli automatismi delle tecniche di "portfolio insurance", vendite automatiche che avrebbero dovuto proteggere ma che in realtà amplificarono il movimento al ribasso.

Niente di più lontano dal vero per Shiller, che nel 2013 ha vinto il Nobel in parte anche per la sua ricerca sugli effetti della psicologia cognitiva sui mercati. Il 19 ottobre 1987 furono in gioco soprattutto i comportamenti degli operatori, non la tecnologia ma le persone che utilizzavano la tecnologia. Le risposte ai questionari rivelarono che il ruolo delle notizie fu irrilevante, gli operatori avevano invece già in testa "una potente narrazione di un imminente crollo del mercato" e furono suggestionati dalle correzioni del listino nei giorni precedenti il 19 ottobre, che sembravano simili alle correzioni che avevano preceduto il crollo dell'ottobre 1929. Gli operatori intervistati ammisero anche che erano ben consapevoli degli effetti amplificatori delle tecniche di protezione automatica, dunque uscire in fretta dal mercato fu la conclusione cui arrivarono tutti.

Esattamente trent'anni dopo, l'indice Dow Jones ha celebrato la ricorrenza registrando nuovi massimi oltre la quota di 23.000. Impastati di emozioni come siamo, abbiamo bisogno di anniversari, di numeri tondi, di punti di riferimento per misurare avanzamenti o regressioni.

Nella prospettiva del lungo termine l'episodio del 1987 è una correzione come le altre, il record di 23.000 punti del Dow Jones è privo di qualsiasi razionalità finanziaria.



Il "Black Monday" nella prospettiva del lungo termine. Fonte Thomson Reuters Datastream, FT

Il Dow Jones è il vecchietto di Wall Street, è un indice rudimentale, costruito quando non c'erano i computer, è comprensibile che porti male i suoi 121 anni, se tenesse conto del reinvestimento dei dividendi, si calcola che sarebbe oltre i 500.000 punti.

Al netto delle differenze tra oggi e allora, nei mercati sono presenti delle costanti, delle "invarianti", come le definisce Paolo Legrenzi nel suo ultimo libro, che titola con un felice ossimoro.

Regole e caso è un agile libretto di 140 pagine dedicato alla parabola artistica di Jackson Pollock, commentata dalla prospettiva non del critico d'arte ma dello psicologo cognitivo che bene conosce le regole stabilite dagli uomini e il caso che li governa.

A un certo punto della sua maturazione artistica, Pollock comincia a utilizzare il dripping, la tecnica dello sgocciolamento dei colori sulla tela distesa sul pavimento. E' una tecnica che lascia spazio a molti possibili esiti finali dell'opera, ci sono margini di incertezza tra il controllo del gesto pittorico e la caduta del colore sulla tela. "Pollock è un'icona dell'incertezza" scrive Legrenzi "perché il dripping esemplifica in modo paradigmatico gli scenari in cui non si sceglie subito una via, non la si percorre con una sequenza deterministica di anelli concatenati".

Nel gioco tra controllo e incertezza, Legrenzi esorta a "non preoccuparsi della fortuna e della sfortuna: entrambe sono sotto controllo se si accetta l'incertezza dell'esistenza".

Pollock è l'artista che meglio rappresenta l'attuale condizione degli operatori intrappolati nell'incertezza, stretti tra la paura che un improvviso declino dei listini comprometta i risultati fin qui raggiunti e la paura di perdere ulteriori spunti di rialzo.



Legrenzi parla di “invarianti”, tratti pittorici inimitabili che caratterizzano il lavoro dell’artista, è lo stesso termine usato da Galbraith nel suo “Breve storia dell’euforia finanziaria”. Ci sono invarianti nei fenomeni di euforia finanziaria come nei tratti pittorici di Jackson Pollock o di Cézanne. Legrenzi ricorda ad esempio i numerosi dipinti che l’artista francese dedicò alla montagna di Sainte-Victoire, sopra Aix-en-Provence.

Lo scopo dell’artista non era rappresentare la montagna in diverse condizioni di luce e colori, quanto trasmetterne l’anima “sottostante e costante”.

Le “invarianti” di Galbraith nelle ricorrenti crisi finanziarie sono la memoria corta degli investitori, che in modo ricorrente pensano di aver “inventato la ruota”, sono le forze che danno inizio e sostengono gli episodi speculativi, sono “la fuga dalla realtà” che cerca le ragioni del crash sempre al di fuori del mercato e che minimizza l’euforia.



Jackson Pollock, Foresta Incantata, 1947, Venezia, Peggy Guggenheim Collection (fonte Regole e Caso, Il Mulino 2017)

Ci sono invarianti anche nella struttura del portafoglio. Che esso debba essere diversificato è fuor di dubbio, a meno di chiamarsi Warren Buffett, per il quale la diversificazione è “l’alibi dell’ignorante”, e quando compra un titolo ne compra magari il 9%, come ad esempio con la Coca Cola (percentuale non del portafoglio ma proprio della società).

E’ parimenti fuor di dubbio che la diversificazione non debba essere ingenua, tipo “le uova in tanti panieri”, ma intelligente, cioè secondo i criteri della decorrelazione tra classi di attivo e settori.

La decorrelazione efficace è la vera sfida dei portafogli bilanciati, perché la forte correlazione che in questo periodo segna il movimento di azioni e obbligazioni incrina l’affidabilità del portafoglio tradizionale “70-30” o “60-40”.

La vulnerabilità dello scenario è nell’incertezza dell’inflazione futura: dovesse accelerare, a dispetto dei segnali fin qui registrati, e dovessero crescere i rendimenti obbligazionari, anche le valutazioni azionarie verrebbero riconsiderate, aumenterebbe il loro premio al rischio.

All’ossimoro “Regole e caso” potremmo appaiare quello di “nuove invarianti”, nuovi elementi che rendano i portafogli bilanciati un mix tra le strategie direzionali (motore della performance), e le strategie “long/short” o “total return”, che cercano fonti di rendimento in modo indipendente dalle prime.

Le nuove invarianti daranno al portafoglio non caratteristiche di invulnerabilità, impossibile, ma di anti-vulnerabilità: “il segreto della protezione è l’ammissione di non poter procedere alla scelta di una via sicura” scrive Legrenzi “la differenziazione prende in considerazione tutte le eventualità”.

Una raccomandazione tutt’altro che banale perché va contro il senso comune della scelta della migliore opzione, quella che si presenta come la più efficace. La strategia attendista non è intuitiva, è difficile da attuare senza la prossimità di un esperto di fiducia, eppure è l’unica che può aiutare a convivere con l’incertezza radicale, che nessun modello previsionale o probabilistico riuscirà mai a comprendere del tutto.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

18 settembre 2017

La saggezza delle folle

Il conformismo, l'incolore uniformità al consenso generale non piace a nessuno.

Molto meglio stare fuori dal coro, marcare la propria individualità, affermare l'originalità del proprio pensiero, meglio ancora se 'contrarian'.

Nei corsi motivazionali coach e formatori educano a 'think outside of the box', a pensare 'fuori dalla scatola' perché, appunto, a nessuno piace stare dentro una scatola, sia pure immaginaria o mentale. Una variante originale del pensare 'out of the box' è la teoria degli Oceani Blu sviluppata da W. Chan Kim e Renée Mauborgne, aree di mercato inesplorate e singolari dove battere la concorrenza.

La biologia ha definito 'effetto gregge' il comportamento di animali sociali come le oche, le formiche, gli scarafaggi e, appunto, le pecore, che si muovono seguendo il compagno vicino.

Dalla biologia la locuzione è passata alla finanza comportamentale, dove l'effetto gregge spiega il comportamento di investitori che si conformano ai comportamenti della maggioranza. L'effetto gregge è il più delle volte pericoloso, persone normalmente avverse al rischio modificano le proprie abitudini e investono in strumenti rischiosi perché "lo fanno tutti".

L'emulazione e il timore di perdere l'occasione di "facili guadagni" sono forze emotive potentissime, se a pochi piace il conformismo, a nessuno piace stare fuori dalla festa.

Comportamenti emulativi che si diffondono in moltitudini di investitori danno origine alle fasi irrazionali del mercato, alla formazione di bolle speculative, alle vendite ingenti e fulminee.

Eppure c'è un eppure.

Al Salone del Risparmio 2017, noi di GAM abbiamo fatto un gioco.

13.791 fagioli neri (non uno di più, non uno di meno), sono stati messi in un vaso di vetro, abbiamo poi chiesto ai visitatori di indovinare il numero esatto, 465 amici hanno accettato la sfida.

La mediana delle loro risposte, cioè il valore che divide precisamente in due la distribuzione statistica, ha prodotto un risultato accurato per 83,5%. Solo 1,6 persone su dieci hanno fornito una stima più accurata.

Abbiamo applicato al nostro campione anche la media olimpica, abbiamo cioè tolto dall'analisi i valori più estremi. In questo caso la precisione del dato della mediana sale a 96,2%, i singoli partecipanti che hanno fatto meglio della media sono stati 0,4 su dieci.

Il gioco dei fagioli è stato reso popolare da una trasmissione televisiva di Raffaella Carrà, ma noi in GAM non abbiamo voluto imitare la Raffa nazionale, abbiamo invece cercato di ripetere un meno noto esperimento condotto nel 1906.

Francis Galton, scienziato bizzarro, con la fissa dell'eugenetica e delle misurazioni statistiche, cugino di Charles Darwin, dimostrò che la somma delle opinioni di una moltitudine è più accurata dell'opinione dei singoli individui.



Alla fiera di bestiame di Plymouth aveva invitato i presenti ad acquistare per sei pence il diritto a scommettere sul peso di un bue una volta macellato, a chi si fosse avvicinato di più al peso effettivo sarebbe andato un premio in denaro. Al termine della riffa Galton studiò i 787 biglietti venduti, ciascuno riportante la stima del giocatore e qualche mese dopo pubblicò la sua analisi.



L'articolo di Francis Galton "Vox Populi", pubblicato nel numero di Nature del marzo 1907

Il valore mediano stimato dall'insieme casuale dei partecipanti, 1.207 libbre, si avvicinò molto al peso effettivo dell'animale macellato, 1.198 libbre. "Questo risultato, ritengo, va a merito dell'attendibilità di un giudizio democratico più di quanto ci si potesse aspettare" ammette Galton alla fine del suo articolo, significativamente titolato "Vox populi".

L'esperimento di Galton è il punto di partenza del libro di James Surowiecki "La saggezza delle folle", che argomenta come l'opinione di molti sia "più brillante di quella di pochi e come la saggezza collettiva informi gli affari, le economie, le società e le nazioni".

Sappiamo che gli esseri umani non si comportano sempre in modo razionale, sono incapaci di dominare le emozioni, non hanno mai tutte le competenze necessarie o tutte le informazioni che vorrebbero, tantomeno sanno ciò che accadrà nel futuro. Ciò nonostante, come ha dimostrato l'esperimento di Galton nel 1906 (e quello di GAM oltre un secolo dopo), le capacità imperfette dei singoli sono comunque riuscite a esprimere valutazioni affidabili nella forma aggregata.

E' un'argomentazione utile a coloro che devono fare scelte in maniera indipendente e in condizioni di incertezza. In questo caso la saggezza delle folle perde l'accezione negativa di conformismo o gregge e diventa strumento di lavoro. L'opinione convenzionale aiuta a non sovrastimare le proprie capacità di giudizio (fenomeno dell'overconfidence), costringe a

riconoscere le buone ragioni dei giudizi aggregati. Non sempre il pensiero "contrarian" ha ragione o, meglio, può accadere che la ragione venga riconosciuta dopo molto tempo. Greenspan parlò di esuberanza irrazionale dei mercati nel dicembre 1996, Buffett dovette sopportare anni di sottoperformance per non aver investito nel settore della tecnologia digitale.

Oggi la preferenza alle azioni rispetto alle obbligazioni, e all'Europa rispetto agli Stati Uniti costituiscono due dei trade più affollati dell'universo. Il pensiero "contrarian" suggerisce di affrancarsi dall'uniformità della folla. Guardando in profondità, l'analisi dei fondamentali coincide ancora con l'opinione della maggioranza.



Stabile la crescita degli utili per azione attesi del MSCI Europe. Fonte Datastream, Julius Baer

L'attività economica nelle economie avanzate prosegue mostrando nel corso del 2017 segni di consolidamento con l'Europa e il Giappone in accelerazione. L'Eurozona ha superato con successo i tornanti elettorali a maggior rischio politico, la Francia di Emmanuel Macron si appresta a una stagione di ampie riforme, la Germania si avvicina alle elezioni senza particolari patemi, l'affermazione di Angela Merkel è nelle carte e l'eventuale affermazione del socialdemocratico Schulz non metterebbe in discussione l'europismo tedesco. I recenti buoni dati su commercio e costo del lavoro aumentano le probabilità che nella riunione di ottobre la banca centrale dia indicazioni sul futuro del QE europeo. Mario Draghi non pronuncerà mai la parola "tapering", consapevole che gli operatori capirebbero "tightening", come avvenne alla metà del 2013 con Bernanke, ma sarà probabilmente meno criptico sulla progressiva dismissione del piano straordinario di acquisto titoli.

L'altra variabile che preoccupa i banchieri centrali è il cambio della moneta unica o, meglio, la sua volatilità. L'euro forte rallenta la spinta verso l'alto dell'inflazione, ma gli attuali livelli sono ancora prossimi alle stime della Banca Centrale (1,18 contro dollaro), al di sotto dei massimi del 2008 e in ogni caso la ripresa poggia anche su una convincente domanda interna.



Le valutazioni relative e i modelli di previsione degli utili futuri danno ancora favorite le azioni europee rispetto a quelle americane, è probabile il proseguimento della sovraperformance relativa.

Nell'attività economica reale la diminuita avversione al rischio ha favorito la ripresa degli investimenti, l'occupazione, la domanda di credito. L'altro lato della medaglia è che l'avversione al rischio nei mercati finanziari è invece estremamente bassa, espone i mercati a forti correzioni dei prezzi a fronte di qualche imprevista novità.

Dalla "saggezza dei mercati", cioè dall'opinione generale che prende forma nell'interazione di milioni di decisioni, possiamo trarre almeno due considerazioni.

La prima è valutare sempre le ragioni fondamentali dietro l'opinione diffusa, verificare l'aderenza della "saggezza delle folle" alla realtà, su un bulbo di tulipano come su una classe di attivo.

Talvolta non fare niente è una decisione anzi, talvolta è la decisione migliore, come ha scritto qualche giorno fa l'economista Tim Harford. Per almeno due buone ragioni: la persistenza delle valutazioni fondamentali e il più generale principio di lasciar fare al tempo, di non intervenire troppo nei portafogli.

Quest'ultimo è ammonimento più volte sollevato in questa rubrica e ne "I soldi in testa" del professor Paolo Legrenzi. Brad Barber e Terrance Odean hanno dimostrato nel 2013 che quanto più frequente era l'attività di trading in investitori individuali, tanto peggiori erano i loro risultati rispetto al mercato.

Le performance migliori erano conseguite dagli investitori più pigri. Non è un risultato paradossale, è la conferma di quanto sia difficile, anche in queste settimane segnate dall'incertezza politica, distinguere i rumori di fondo, trascurabili, dagli autentici segnali di cambiamento di scenario.

La seconda grande considerazione che possiamo trarre dal principio della saggezza convenzionale riguarda il portafoglio nel suo complesso.

Abbiamo visto come l'irrazionalità dei singoli sia più che compensata dalla correttezza di stime prese in forma aggregata. I mercati sono tutt'altro che efficienti, sono "un meccanismo di voto nel breve termine ma una bilancia nel lungo" diceva Benjamin Graham, che intendeva dire come il lungo termine costituisca un arco di tempo congruo con il riconoscimento del valore dei fondamentali.

Se è difficile distinguere i segnali dai rumori di fondo, è impossibile riconoscere i momenti esatti di ingresso o uscita dai mercati, e poiché l'attività di investimento ha più a che fare con i comportamenti e le emozioni che con la tecnica, la parola magica è equilibrio.

Deve esservi equilibrio tra i diversi gradi di rischio delle varie classi di attivo del portafoglio, ma anche tra queste e la sopportazione emotiva delle perdite, deve trovarsi equilibrio tra il desiderio di rischiare e la necessità di sicurezza. Questa necessità di equilibrio si traduce in diversificazione. Proprio perché come singoli non abbiamo le competenze necessarie né le informazioni sufficienti, meglio non scommettere sulla nostra migliore stima, su quanto pesi un bue o quanto valga una società, perché molto probabilmente sarebbe una valutazione imperfetta.

Il portafoglio migliore è sempre quello più diversificato.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

11 settembre 2017

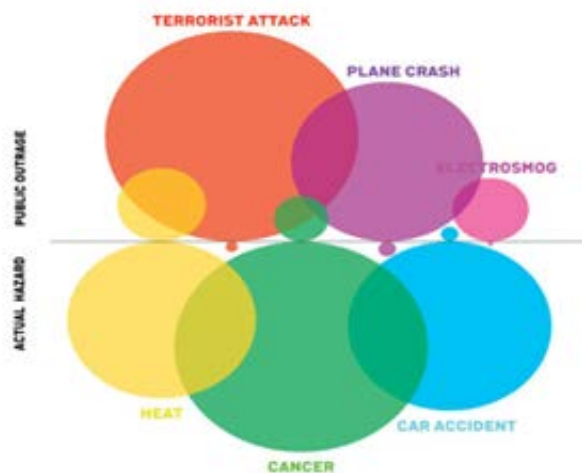
“Chi non osa afferrare la spina, no dovrebbe desiderare la rosa”

Il risparmiatore è stretto tra prudenza e perseveranza: da una parte avverte la tentazione di alleggerire l'esposizione al rischio, dall'altra però c'è la paura di perdersi ulteriori rialzi dei corsi

La paura è un meccanismo primitivo, funzionale a scansare i pericoli: l'emozione della paura ha insegnato ai nostri antenati a riconoscere i pericoli, a gestirli o evitarli, il ricordo di momenti paurosi fornisce ancora oggi una potente spinta educativa. Siamo sopravvissuti grazie alla paura, emozione cruciale alla quale il professor Paolo Legrenzi ha dedicato molte delle sue Lezioni settimanali “I soldi in testa”, pubblicate sul sito www.gam.italia.com

La paura è un'emozione “adattiva”, scrive Legrenzi, anche dopo migliaia di anni l'uomo contemporaneo ha a che fare con l'emozione della paura e, soprattutto, con la difficoltà a provare le paure “giuste”.

“E' umano essere vittime della separazione ingannevole delle paure soggettive dai pericoli oggettivi” scrive Legrenzi “gli aerei sono più sicuri delle auto, ma le paure vanno in senso opposto, inoltre in auto tendiamo ad aver paura degli altri, anche se la maggior parte degli incidenti è dovuta alle distrazioni di chi guida, soprattutto se è alle prese con un telefonino”.

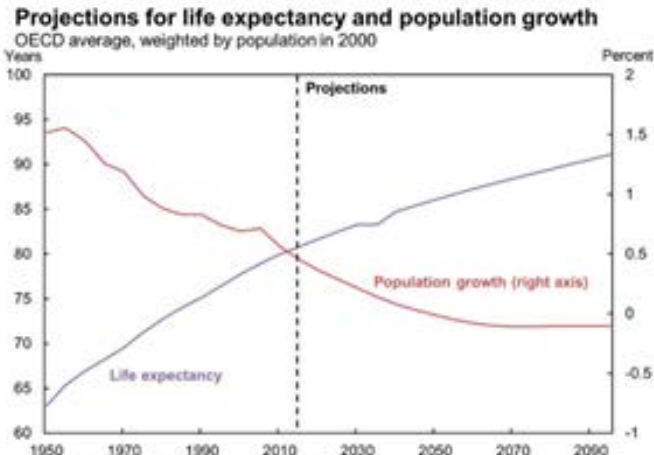


Il disegno mostra il divario tra gli scenari di cui abbiamo paura e quelli che sono realmente pericolosi. Il rischio di morire in un anno a causa di un incidente aereo è per un americano attorno a 1 su 11 milioni. Ben più alte le probabilità di morire per un incidente d'auto, stimate 1 su 5,000. Fonte: Susanna Hertrich, grafico basato sul lavoro di Dr. Peter M. Sandman

In quest'ultimo scorcio d'anno gli investitori hanno le paure giuste? L'eccesso di compiacenza sui mercati non è di per sé un buon motivo per avere paura?

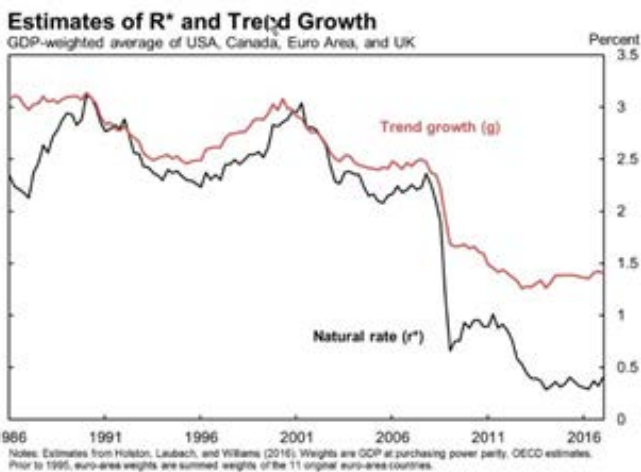
La forza dell'economia globale non ha fatto scomparire, come per incanto, i rischi di medio e lungo termine che continuano a essere un pericolo per la sostenibilità della crescita. Le dinamiche demografiche precedono e superano quelle economiche: nei paesi avanzati l'invecchiamento della popolazione, la contrazione della forza lavoro, la debolezza della produttività, costituiscono sfide imponenti per il futuro. Sono fenomeni destinati a ridefinire lo scenario economico del prossimo decennio e, soprattutto, nuovi modelli di sviluppo.





Aspettativa di vita e crescita della popolazione. Fonte: United Nations World Population Prospects, Federal Reserve

Si tratta anche di fenomeni i cui possibili effetti giustificano paure “giuste” nel lungo termine, un orizzonte in cui l’attività economica crescerà probabilmente a tassi più bassi rispetto agli scorsi decenni. Il tasso di crescita stimato del PIL di quattro grandi economie, Stati Uniti, Eurozona, Canada e Gran Bretagna, è circa 1,5% inferiore a quello di trenta anni fa. La diversa velocità di crescita condiziona naturalmente i nuovi investimenti e la domanda di nuovo credito, mentre l’invecchiamento della popolazione tende a far crescere la propensione al risparmio delle famiglie. Sono indizi che fanno pensare a un tasso di interesse naturale di lungo termine destinato a diminuire in modo strutturale, che porrà una nuova sfida alle politiche monetarie e alla stabilità finanziaria.

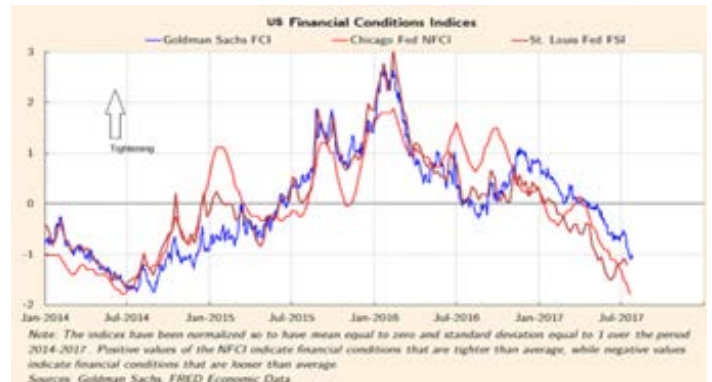


Stime della crescita e del tasso naturale r*. Fonte Holston, Laubach, Williams 2016, Federal Reserve

Nel brevissimo termine, poniamo da qui a fine anno, quali sono invece le paure giuste?

Un’occhiata non distratta alle condizioni attuali dello scenario economico mostra come i tassi a breve non siano in grado di spiegare da soli gli effetti delle politiche monetarie sull’economia reale. Dal 2015 la Federal Reserve ha cambiato la direzione della politica dei tassi ma i prezzi degli asset finanziari non hanno reagito anzi, le condizioni finanziarie si sono in realtà allentate.

Da questa parte dell’Atlantico, al contrario, il rafforzamento dell’euro ha inasprito le condizioni finanziarie, nonostante le rassicurazioni della Banca Centrale Europea sul proseguimento della politica accomodante dei tassi.



Indici delle Condizioni Finanziarie negli USA. Fonte Goldman Sachs, FRED Economic Data, FT

Concordiamo con l’opinione di Gavyn Davies del FT, “le condizioni finanziarie spiegano il forte sostegno all’attività economica americana, rivelata dal miglioramento dei dati ... questo sostegno non è ancora terminato e gli indici delle condizioni finanziarie mostrano che la crescita negli Stati Uniti resterà stabile fino a fine anno”.

Per quanto riguarda il breve termine, la fonte di incertezza dominante è il rischio politico: del tetto al debito federale ne riparleremo fra tre mesi, la Casa Bianca e i leader del Congresso hanno raggiunto un compromesso, la “continuing resolution”, che garantisce fino al 15 dicembre il proseguimento dell’attività amministrativa, le trattative commerciali tra Stati Uniti Canada e Messico potrebbero avere esiti dirompenti, i rapporti diplomatici con la Russia sono tornati ai minimi degli ultimi e, su tutto questo, la complicata partita con la Cina in merito al regime nord-coreano.

Eppure i mercati sembrano mostrare un’olimpica indifferenza a tutte queste fonti di incertezza e di instabilità.



Il motivo è forse perché dalla crisi del 2007 in avanti il rischio politico è diventato primo attore nella ribalta dell'economia globale, la domanda di protezione dall'incertezza politica spiega i rendimenti così bassi dei titoli governativi. Allo stesso tempo, il rischio politico è diventato una presenza costante, non è più traumatica novità. Le minacce di protezionismo, le difficoltà dell'amministrazione americana, lo stesso shutdown del governo federale si sono già verificati in passato, ne sono stati sperimentati gli effetti su economia e mercati. In una parola, il loro impatto è misurabile.

Il default del governo americano o un conflitto nucleare appartengono invece al novero dell'impensabile, non vengono fattorizzati nelle equazioni, non vengono semplicemente presi in considerazione.

Di cosa deve aver paura allora l'investitore, stretto tra prudenza e perseveranza? Da una parte prova la tentazione di alleggerire l'esposizione al rischio, di "allontanare ciò che fa paura" come spiega bene il professor Legrenzi, dall'altra parte però avverte la paura opposta e contraria, il rimpianto di perdersi ulteriori rialzi dei corsi.

L'Alpha e il Beta della settimana scorsa ricordava come, allo stato, non ci siano segnali di carattere fondamentale che suggeriscano modifiche di asset allocation, oggi abbiamo argomentato la possibilità che da qui a fine anno l'economia continui verosimilmente a beneficiare del sostegno delle condizioni finanziarie.

La risposta a quali siano le paure giuste è in buona parte dettata dall'emotività e dall'ansia che ciascuno prova sui propri investimenti, è "l'ultimo miglio" in cui solo il consulente finanziario, esperto di relazioni, può esprimere valore grazie alla sua esperienza.

"Chi non osa afferrare la spina non dovrebbe mai desiderare la rosa" scrive la poetessa Anne Bronte, un verso che nella sintassi degli investimenti diventa "chi non è disposto ad accettare correzioni dei prezzi non dovrebbe mai avvicinarsi all'investimento azionario".

Coloro che non hanno paura di afferrare la spina, possono in ogni caso ampliare la diversificazione del portafoglio spostandone l'orizzonte nel più lungo periodo.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.



L'ALPHA E IL BETA

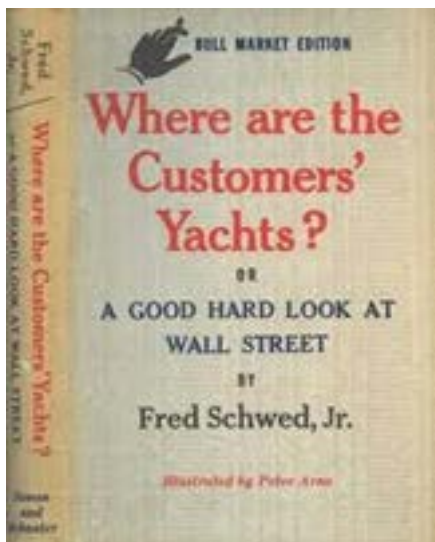
28 agosto 2017

Semplice, non semplicistico

Il rientro dalle vacanze è un buon momento per un "tagliando" al portafoglio. L'Alpha e il Beta propone un rapido ripasso di alcuni criteri per la gestione dei risparmi

Un turista arrivato per la prima volta a New York venne accompagnato a visitare le meraviglie del distretto finanziario, nella parte sud dell'isola di Manhattan. A Battery Park, sul mare, gli vennero mostrate le eleganti imbarcazioni all'ancora: "questi sono gli yacht dei banchieri e questi gli yacht dei broker". "E dove sono gli yacht dei clienti?" chiese candidamente il visitatore.

E' il divertente scambio di battute con cui inizia il libro "Dove sono gli yacht dei clienti?", di Fred Schwed Jr., arguto operatore di borsa e testimone dell'euforia degli anni Venti e del disastro del decennio successivo.



"Dove sono gli yacht dei clienti?" di Fred Schwed Jr. pubblicato per la prima volta nel 1940

Oggi, come nella Wall Street degli anni '40 raccontata da Schwed, non sono molti gli yacht dei clienti ormeggiati a fianco di quelli dei banchieri e dei broker, non si diventa ricchi operando in borsa, non bastano buoni consigli per diventare milionari.

Ciò nonostante Schwed dispensa qualche saggio parere agli investitori non per arricchirli ma per aiutarli a stare alla larga dalla speculazione che, come scrive lui stesso, "è il tentativo di trasformare una piccola somma in una fortuna, mentre l'investimento è il tentativo di impedire a una fortuna di diventare una piccola somma".

La crema solare è un efficace accorgimento per evitare i guai dell'esposizione ai raggi solari, parimenti, al rientro delle vacanze è forse utile ricordare qualche utile accorgimento per limitare i danni dell'esposizione ai mercati finanziari.

Peter Lynch ha costruito il suo successo e la sua leggendaria reputazione di gestore dandosi un metodo e rimanendovi fedele. Nei suoi libri Lynch racconta la sua esperienza di gestore e la sua filosofia che può riassumersi, in sintesi estrema, in tre principi:

1. acquista ciò che conosci. Secondo Lynch gli occhi sono uno straordinario strumento di indagine finanziaria, guardiamo la televisione, leggiamo i giornali, prestiamo attenzione a ciò che ci circonda, possiamo riconoscere idee di investimento in ciò che abbiamo, appunto, davanti agli occhi. "Se qualcosa ti interessa come consumatore, dovresti pensare anche alla possibilità che ti interessi come investitore". Investire in ciò che si conosce è un principio che negli anni '90 Warren Buffett osservò con caparbia fermezza, rifiutando di investire nei titoli della tecnologia e di internet. Fu una scelta difficile, gli costò anni di severe sottoperformance e forti critiche da parte degli azionisti, ma che nel lungo termine si rivelò corretta. Prova ulteriore che consigli adatti al breve termine raramente sono buoni nel lungo periodo, l'unico orizzonte temporale dell'investitore sagace;
2. studia, dedica tempo e energie all'esame scrupoloso delle società in cui pensi di investire. "All'osservazione deve seguire il paziente lavoro di valutazione dei bilanci, della situazione patrimoniale, della qualità del management, del settore in cui la società opera e le sue prospettive, la qualità della competizione"; il rischio è di confondere la semplicità di Lynch con il semplicismo. Il rigore delle sue analisi è stato uno degli elementi del suo successo;



3. investi solo con un orizzonte di lungo periodo. “Se si tratta di decidere la direzione di un prezzo, se un titolo sarà più alto o più basso nel giro di due o tre anni, tanto vale lasciar decidere al lancio di una moneta”. Due o tre anni sono tutt'altro che un orizzonte temporale congruo per l'investitore azionario, eppure il lungo termine è il principio che accomuna i grandi investitori. Il solito Buffett è solito dire che “acquisto come se la borsa chiudesse domani e non riaprisse per i prossimi cinque anni”, una frase che fa il paio con l'altra “la ragione più stupida del mondo per acquistare un'azione è il fatto che la sua quotazione stia salendo”. Nell'investimento azionario non c'è spazio per le previsioni ma solo per l'analisi rigorosa delle condizioni di salute dei settori e delle società.

Per Lynch l'orizzonte temporale è cruciale: più è lungo, più tende ad annullare gli effetti del momento dell'acquisto o, come si dice in gergo, del “timing”, un aspetto sul quale si concentrano eccessive attenzioni. Lynch ha simulato due diverse strategie di investimento in un intervallo di trent'anni, dal 1965 al 1995: la prima strategia acquistava l'indice sui massimi dell'anno, l'altra sui minimi. Nell'arco dei trent'anni, la differenza tra un immaginario investitore molto fortunato nell'acquistare nei momenti più favorevoli, e l'altro sfortunatissimo entrato sempre sui massimi dell'anno, era di poco più dell'1% annuo.

La conclusione di Lynch era che l'esercizio di prevedere le oscillazioni di breve termine è tanto più inutile quanto più lungo è l'orizzonte di investimento e rigorosa l'analisi sulle singole società.

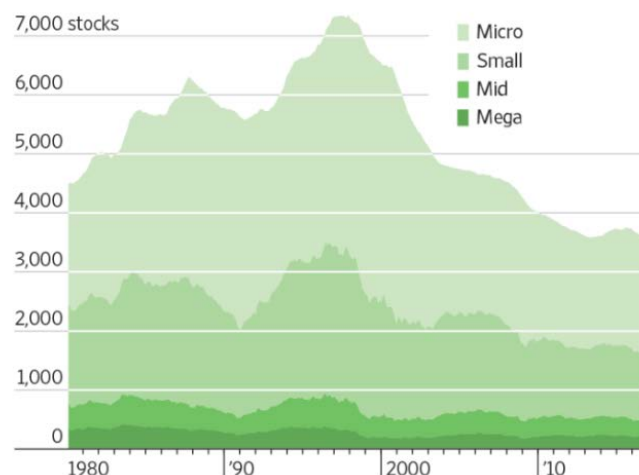
Qualche decennio prima, il nostro Fred Schwed scriveva qualcosa di simile: “i clienti hanno la spiacevole abitudine di chiedere cosa accadrà nel futuro dei loro investimenti. E quando qualcuno è costretto a rispondere a una domanda difficile, beh, puoi stare sicuro che avrai una risposta dettagliata. Solo molto raramente avrai la risposta più difficile di tutte: ‘non lo so’”.

I consigli di Peter Lynch sono semplici ma non facili, comprensibili ma non banali.

“Non ho mai detto che se entri in uno Starbucks e trovi buono il caffè” ha ribadito lui stesso tempo fa “solo per questo tu debba chiamare il tuo broker e comprare il titolo”. All'osservazione deve seguire la fase dell'analisi rigorosa, nell'attività di investimento non ci sono né scorciatoie né pasti gratis.

La performance stellare di Peter Lynch alla guida del fondo Magellan (13,4% annualizzato) è stata resa possibile certamente dalla fedeltà a un metodo (e la diversificazione ne era il pilastro principale), ma anche dalle sue abilità fuori dal comune.

Lynch non si rivolge a tutti gli investitori, le sue argomentazioni tecniche sono adatte a professionisti e risparmiatori molto esperti. Inoltre dagli anni '80 è diventato sempre più difficile riconoscere quelli che Lynch definiva “tenbagger”, ovvero titoli che potrebbero crescere oltre dieci volte il prezzo di acquisto. Le società quotate a Wall Street toccarono il picco massimo nel 1997, oltre settemila, oggi sono meno di 3.600. E' rimpicciolito anche l'universo delle società a piccola e media capitalizzazione, dove è più probabile si nascondano future promesse di successo. Sono appena 1.200 le società piccole e meno di 1.900 quelle minuscole (micro-cap). Vent'anni fa i due gruppi sommarono circa 6.500 titoli.



Note: “Mega” stocks cumulatively make up the top 70% of total U.S. stock-market value; “Mid,” the next 15%; “Small,” the next 13%; “Micro,” the final 2%. Data are monthly.

Numero di azioni quotate per capitalizzazione di mercato a Wall Street. Fonte: Center for Research in Security Prices at the University of Chicago Booth School of Economics, The Wall Street Journal

Vent'anni fa erano oltre 4.000 le piccole società non comprese nell'indice Russell 2000, che misura la performance delle società di Wall Street a media e piccola capitalizzazione (classificate tra le posizioni 1.001 e 3.000 in ordine di capitalizzazione di mercato). Un numero sufficiente per costruire portafogli “contro” l'indice nel tentativo di superarlo, ma oggi sono meno di mille.

Se alla riduzione delle società aggiungiamo i livelli raggiunti dalle valutazioni, si capisce la scelta radicale fatta lo scorso anno da un gestore specializzato in azioni a piccola capitalizzazione, che ha liquidato il fondo e restituito il denaro agli investitori: la ricerca di spunti di investimento buoni e originali era diventata sempre più ardua. Lo scriveva anche il nostro Schwed negli anni '40: “gli investimenti considerati “migliori” cambiano di volta in volta, peccato che si tenda a credere che ciò che viene ritenuto ‘migliore’ il più delle volte sia solo il più popolare, di cui si parla di più, che si acquista di più e che, quindi, è anche più caro”.

Rispetto ai tempi di Schwed e di Lynch noi facciamo i conti con un continuo flusso di informazioni, con l'accesso al portafoglio in qualsiasi momento, con movimenti bruschi dei mercati dovuti a High-frequency trading e strategie passive. I mercati si sono trasformati, gli strumenti di investimento sono aumentati in tipologia e complessità, le correlazioni tra mercati globali aumentate e così è sempre più difficile trovare dei porti sicuri nei momenti di tensione.

Non inganni la semplicità dei consigli di Lynch, preziosi per l'attività dell'esperto, di dubbia efficacia per il risparmiatore ordinario.

Non esistono strategie migliori di altre, buone per qualsiasi mercato, Lynch era un gestore “value” che entrava volentieri in titoli “growth”, le strategie si adattano alle condizioni del mercato e, soprattutto, dipendono dalle intuizioni del gestore.

Al rientro dalle vacanze, facciamo tesoro delle raccomandazioni alla diversificazione e all'orizzonte temporale facendo un “tagliando” del portafoglio con il consulente di fiducia. Un esperto di investimenti, cioè di quella attività che, per Fred Schwed Jr, “impedisce a una fortuna di trasformarsi in una piccola somma”.





Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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. 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.

Copyright © 2017 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati

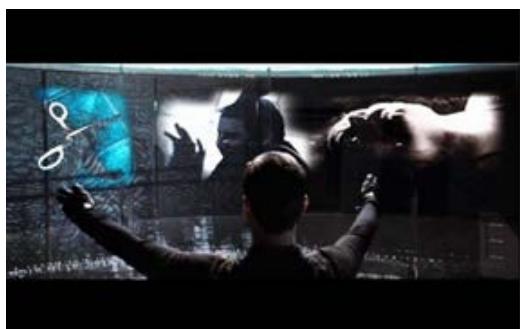


L'ALPHA E IL BETA

17 luglio 2017

Il nuovo petrolio

Ehi, altro che 2054, l'anno della storia del film *Minority Report*. Alcune cose immaginate da Spielberg e i suoi sceneggiatori nel 2002 sono già qui tra noi.



La legge di Moore sembra aver superato i limiti fisici dei transistor e dei microprocessori, di cui postulava il raddoppio ogni dodici mesi, per adattarsi alla velocità dell'avanzamento digitale. Le auto a guida autonoma o la pubblicità profilata sui singoli individui del film con Tom Cruise sono realtà e sono bastati quindici anni, non cinquantadue.

Lo ha ricordato Luca Altieri, Direttore Marketing Comunicazione e Citizenship di IBM Italia, ospite dell'Evento GAM "Investire nel futuro. Intelligenza artificiale, investimenti sistematici. Il futuro è già qui" (qui il materiale). Altieri ha dato plastica concretezza alla celebre frase di uno scrittore vissuto a cavallo dei secoli XIX e XX, Reiner Maria Rilke, "il futuro entra in noi, per trasformarsi in noi, molto prima che accada".

"Molto di ciò che era stato previsto si è già realizzato, fa parte ormai della nostra quotidianità" ha detto Altieri, almeno cinque rivoluzioni tecnologiche nell'arco dei prossimi anni modificheranno ulteriormente la nostra vita.

I rapidi progressi nel cosiddetto hyperlistening, che possiamo liberamente tradurre con "ascolto aumentato", faranno in modo che ciò che diremo, e il modo in cui lo diremo, verrà interpretato come spia del benessere fisico. Algoritmi complessi scomporranno la struttura delle nostre frasi, pronunciate o scritte, per riconoscerci segnali precoci di invecchiamento mentale, o di patologie neurologiche degenerative.

All'ascolto "aumentato" si affiancherà la "vista aumentata". Dispositivi indossabili consentiranno alla vista di superare i limiti delle bande di frequenza dello spettro ottico e di superare i limiti dell'oscurità.

Nella terza rivoluzione tecnologica, l'intelligenza aumentata aiuterà gli scienziati a organizzare le informazioni relative al mondo fisico per migliorarne la conoscenza. I "macroscopi" non saranno l'opposto dei microscopi né tantomeno telescopi ma sistemi esperti che organizzeranno i miliardi di dati derivati dall'osservazione del mondo fisico.

La nanotecnologia evolverà in "nano-bio sensori", chip utilizzati come strumenti di rilevamento della salute di una persona: "leggeranno" i dati dei fluidi corporei, una sorta di laboratorio medico incorporato ma ... senza ticket e code agli sportelli.

L'intelligenza aumentata sarà a servizio anche dell'ambiente. La scansione continua di milioni di dati relativi a luoghi sensibili come pozzi estrattivi o depositi di materiali sensibili consentirà di rilevare in tempo reale danni, malfunzionamenti o perdite invisibili all'osservazione umana.



Le GPU sono il motore che consente all'AI di processare milioni di dati rapidamente

"Gli ambiti di applicazione dell'intelligenza aumentata sono infiniti" scrive Altieri "aprono nuovi scenari, creano nuove opportunità di business e nuove professionalità; molte imprese di diversi settori industriali stanno dimostrando attraverso la realizzazione di progetti innovativi che tutto ciò non è fantascienza".

L'investitore accorto ricordi la lezione di Peter Lynch, le opportunità di investimento sono spesso davanti ai nostri occhi, l'Intelligenza Artificiale è un settore da tenere d'occhio per gli investimenti.



Ma non solo, essa costituisce anche una nuova frontiera per l'attività di gestione dei portafogli.

E' un ulteriore progresso della tecnologia digitale, oltre i robo-for-advisory. Questi ultimi sono alimentati da algoritmi che utilizzano dati storici (performance, correlazioni, volatilità ...) per mettere a punto portafogli di investimento coerenti con le caratteristiche di un investitore, opportunamente profilato dal professionista. Caricati su piattaforme dedicate, i sistemi di robo-for-advisory forniscono già oggi un utile aiuto al lavoro di molti consulenti che, ricordiamolo, non sono generatori di performance ma pianificatori di soluzioni, migliorando la produttività e diminuendo i costi.

Le gestioni sistematiche sono qualcosa di molto diverso, corrispondono al pilota automatico dell'aereo o all'auto che procede senza intervento umano, che decide in autonomia se e quando frenare o accelerare. Il processo di investimento sistematico analizza numerosissime variabili, macroeconomiche, monetarie, settoriali fino ai ratio di migliaia di società quotate che vengono poi distillate in decisioni di investimento.

Detta così sembra facile, la difficoltà è nel mettere a punto algoritmi che distinguano i segnali dai rumori, che comprendano i nessi causali tra le dinamiche in corso, che identifichino le migliori opzioni nel breve termine. Condizioni che determinano di conseguenza la possibilità di prendere decisioni di investimento migliori o, perlomeno, più informate.



Il processo di investimento, che possiamo semplificare nei tre momenti classici della raccolta, analisi delle informazioni, scelte di investimento, nell'approccio sistematico è identico a quello tradizionale.

Le differenze sono all'interno dei singoli momenti, gli algoritmi processano milioni di dati e, soprattutto, non sono condizionati da bias comportamentali.

E' un aspetto trattato dal professor Paolo Legrenzi nel corso del Workshop GAM: i modelli sistematici non si lasciano distrarre dalle emozioni né dall'ininterrotto flusso di notizie. I processi sistematici non corrono i rischi dell'overconfidence, eccesso di sicurezza nelle proprie capacità, ma si ripetono uguali e replicabili.

163
Siamo lontani dalle gestioni quantitative fondate sui modelli fattoriali degli anni 2000. Il successo dell'approccio 'quant' era esso stesso causa della sua debolezza: i volumi si concentravano su strategie che si basavano sui medesimi modelli, alimentati dalle medesime serie storiche, dalle quali estraevano i medesimi segnali. Non sempre il "trend" era "friend" di quelle gestioni quantitative basate principalmente su tecniche "value" e "momentum". Due stili complementari, ma quando cominciarono a sottoperformare entrambi, non lasciarono scampo.

Stiamo parlando di circa dieci anni fa, un'altra era.

Le gestioni sistematiche a propulsione digitale non sono alimentate da modelli accademici (o per lo meno non solo) ma dai Big Data, "il nuovo petrolio" del nostro tempo, ricorda Altieri.

L'assenza di bias nelle analisi di scenario tornerebbe utile in un momento ricco di paradossi che complicano le cose: c'è il paradosso di crescita e piena occupazione che non generano inflazione, e quello di borse ai massimi e volatilità ai minimi storici.

C'è anche un terzo paradosso, quello di un nervosismo diffuso non perché la volatilità è eccessiva ma perché al contrario è troppo bassa.

Anche in questo fenomeno si nasconde un bias comportamentale.

La percezione degli investitori su ciò che sta accadendo e l'idea di ciò che potrebbe accadere in futuro sono condizionate dalle esperienze più recenti, dalle informazioni più facilmente disponibili (si parla infatti di "availability bias").

Una lunga fase di mercato positiva, senza volatilità, tende a far dimenticare il rischio, induce a sensazioni di falsa sicurezza. E' un processo pericoloso perché si auto alimenta, ottunde la percezione dei rischi, indebolisce le difese in coloro che investono tenendo gli occhi sullo specchietto retrovisore.

Il portafoglio anti-fragile è invece quello che evita l'accumulo del rischio sull'euforia, è estremamente diversificato, anche con strategie sistematiche che non conoscono la parola "bias", pregiudizio.

Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.



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.



L'ALPHA E IL BETA

24 aprile 2017

Cinque anni (e briscola) con L'Alpha e il Beta

Nel 250^o numero dell'Alpha e il Beta i primi commenti al risultato elettorale francese e qualche considerazione sui primi cinque anni di pubblicazione della Newsletter di GAM Italia

Questo è il 250^o numero dell'Alpha e il Beta.

Sono passati più di cinque anni da quando GAM Italia (all'epoca Swiss & Global) ha cominciato a pubblicare questo commento settimanale ai fatti economici e finanziari. Cinque anni e briscola sono tanti? Sono ancora pochi?

In ogni caso è un arco di tempo che consente di guardare indietro e fare un primo bilancio del tratto di strada compiuto.

Le cose cambiano con sorprendente rapidità, cinque anni fa l'attenzione, e le paure, erano rivolte alla sostenibilità del debito greco e della moneta unica, oggi siamo diventati tutti esperti dell'articolo 50 del Trattato di Lisbona perché nel frattempo la Gran Bretagna si è sfilata dall'Unione Europea.

Quando L'Alpha e il Beta cominciarono a uscire con regolarità, il mondo era ancora alle prese con i gravami della bolla sub-prime, oggi ci si chiede se sia prossima la deflagrazione di una nuova bolla. Charles Schwab, una delle più grandi società di brokeraggio americane, nei primi tre mesi del 2017 ha aperto 235.000 nuovi conti a investitori retail, 44% in più rispetto all'anno precedente, un incremento che la società non vedeva da 17 anni (esattamente dal 2000, suona qualche campanella?). La performance dell'indice S&P 500 si fa sempre più concentrata, bastano cinquanta titoli per spiegare oltre l'80% dei guadagni del 2017.



Contributo percentuale alla performance dello S&P 500 (fonte: FT, Fundstrat; Graphic Eric Platt/FT)

In aprile, il più crudele dei mesi, il Fondo Monetario ha rivisto al rialzo le stime di crescita del PIL mondiale (+3,5%), è la prima volta che accade, dal 2010 le stime di crescita sono state sempre riaggustate verso il basso.

“C'è primavera nell'aria e c'è primavera anche nell'economia” dice Christine Lagarde, ispirata più dal miglioramento dei dati globali che dai versi di Thomas Eliot (“Aprile è il più crudele dei mesi, genera lillà da terra morta, confondendo memoria e desiderio ...”).

Gli Stati Uniti sono ormai prossimi alla piena occupazione, la grande reflazione globale avvolge l'Europa, la Cina, le economie emergenti, il Giappone. “Questa volta tutti i motori funzionano” dice Raghuram Rajan, ex governatore della banca centrale dell'India e valente economista “non a pieni giri ma in ogni caso funzionano”.

Fragile e al di sotto del potenziale, il tasso di crescita globale è il più solido degli ultimi dieci anni, le prospettive degli utili aziendali vengono riviste, i mercati si adeguano.

Nel 2016 e nel primo trimestre 2017, le notizie economiche in miglioramento hanno tenuto i mercati lontano dalle sorprese della politica, in tutti questi mesi hanno letto spartiti diversi. Il proseguimento della crescita e le migliorate prospettive per gli utili aziendali potranno mantenere l'alchimia ma è in questi frangenti che entra in funzione il metodo. Perché le insidie non mancano e le migliori prospettive descritte dal Fondo Monetario sono accompagnate dall'elenco dei rischi e delle variabili che possono giocare contro, l'incertezza politica su tutto.



Le elezioni francesi si sono svolte in un clima teso, inevitabile dopo il tragico atto di violenza di giovedì scorso a Parigi. Il nuovo discrimine della lotta politica passa per i temi della sicurezza, dell'integrazione, del lavoro, argomenti che non possono essere affrontati e risolti se non nel concerto tra i paesi europei. Il cuore del confronto nelle elezioni francesi, come già avvenuto in Austria e in Olanda, è stato tra le posizioni esplicitamente europeiste di Macron e il simmetrico opposto rappresentato da Marine Le Pen. Per la prima volta in sessant'anni i partiti tradizionali, gollista e socialista, sono esclusi dal ballottaggio, incapaci a risolvere le contraddizioni tra la loro eredità ideologica e il grado di apertura all'integrazione europea. Emblematica la dichiarazione di un sostenitore di Melenchon, probabilmente non isolata, che al ballottaggio preferirà il nazionalismo di Marine Le Pen al liberalismo europeo di Macron.

Tra le prime reazioni dei mercati al risultato francese ci sono il rafforzamento dell'euro e le aperture positive delle borse. Il raffreddamento del rischio politico porterà i tedeschi a chiedere di nuovo a Draghi di mettere fine agli acquisti straordinari di titoli, come puntualmente accaduto all'indomani delle elezioni olandesi. Il tempo lavora in ogni caso in questa direzione, il QE europeo terminerà quest'anno e tra pochi mesi, probabilmente dopo l'estate, la Banca Centrale Europea farà sapere come intende proseguire nel 2018. A quel punto i paesi europei dovranno camminare da soli e chi è più indietro, ad esempio l'Italia, dovrà correre di più per mantenere la fiducia dei mercati sul proprio debito.



(fonte: Corriere.it/Reuters)

Quando uscì il primo numero, il 3 gennaio 2012, L'Alpha e il Beta tracciava una breve ricostruzione dei due maggiori eventi del 2011, la crisi del debito nell'Eurozona e il gravissimo incidente alla centrale nucleare di Fukushima. Il secondo numero era dedicato all'importanza nelle scelte finanziarie dell'informazione e del controllo delle emozioni, il terzo al peso dell'incertezza greca sulle prospettive di investimento del nuovo anno.

Quei primi tre numeri, un commento all'anno trascorso, uno a questioni di metodo, l'altro allo scenario del nuovo anno, tracciavano quelli che sarebbero diventati i tratti distintivi che hanno plasmato e guidato L'Alpha e il Beta fino a oggi: commenti allo scenario, raccomandazioni di metodo, valutazioni delle prospettive di investimento.

Ciò che resta fuori, per quanto possibile, è il gioco delle previsioni, nella convinzione che metodo e orizzonte temporale adeguato facciano premio sui tentativi di previsione, quand'anche venissero azzeccati.

Gli scenari cambiano continuamente, si nascondono sorprese dietro ogni angolo, ma i buoni consigli resistono all'imprevedibilità dei mercati: efficiente diversificazione, adeguato orizzonte temporale, un esperto di fiducia con cui confrontarsi e con l'aiuto del quale difendersi dalle insidie delle proprie emozioni. Come non smette di ricordarci il professor Legrenzi, il "peggior nemico dell'investitore è lui stesso". Tutti vorrebbero veder crescere in fretta il proprio risparmio, fare solo scelte di successo "come fa quell'americano, quel Baffin, Baffitt o come si chiama, lui compra solo titoli che vanno su" mi disse un po' di anni fa un conoscente. Si riferiva a Warren Buffett, e in ogni caso neppure lui è in grado di comprare solo "azioni che vanno su".

Il denaro facile non esiste, le promesse di rendimenti sibaritici a basso rischio sono le più pericolose di tutte.

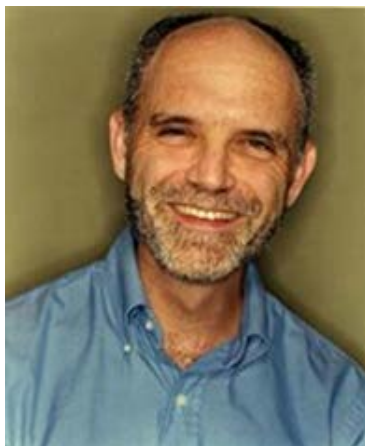
Anche l'eccesso di informazioni gioca contro (vedi anche P. Legrenzi, [I soldi in testa nr. 51 del 19.9.2013](#)).

Nella seconda metà degli anni Ottanta lo psicologo Paul Andreassen condusse una serie di esperimenti con studenti del MIT per dimostrare che la disponibilità di maggiori informazioni non significava maggiore conoscenza. Divisi in due gruppi, gli studenti dovevano selezionare un portafoglio di titoli azionari di cui avevano sufficienti informazioni per valutarne la congruenza di prezzo. Andreassen consentì al primo gruppo di vendere o incrementare le posizioni in portafoglio conoscendo solo i movimenti dei prezzi. Il secondo gruppo aveva invece accesso alle notizie relative ai titoli in posizione. Le performance di questo secondo gruppo furono inferiori a quelle del gruppo che non aveva accesso a nessun'altra informazione che non fosse il movimento del prezzo.

Accadde che ogni singola informazione veniva considerata meritevole di attenzione, e la reazione eccessiva comportava decisioni eccessive, in acquisto o in vendita.

Capita che amici e lettori chiedano quanto sia impegnativo l'appuntamento settimanale dell'Alpha e il Beta. Risponderei più o meno con le stesse parole usate da un brillante editorialista del Wall Street Journal, "il mio lavoro consiste nello scrivere la stessa identica cosa tra le cinquanta e le cento volte all'anno, facendo però in modo che né il mio direttore né i lettori si accorgano che mi sto ripetendo".





Jason Zweig, editorialista del Wall Street Journal.

Naturalmente non è vero, e non ci crede neppure lo stesso Jason Zweig! Sono i comportamenti che si ripetono uguali a se stessi, dalla follia per i bulbi di tulipani nell'Olanda del XVIII secolo fino ai giorni nostri, i commentatori non possono far altro che raccontare ciò che accade. Per questo è così importante il metodo. Se i comportamenti tendono a ripetersi, vale la pena ripetere qualche avvertimento, cominciando dall'orizzonte temporale che, si dice, deve essere lungo. Ma lungo quanto? Cosa significa orizzonte temporale adeguato?

Una risposta univoca non esiste, l'economia e tanto più la finanza non sono scienze dure, deterministiche. La risposta corretta, dal sapore un po' doroteo ma non per questo meno vera, è "dipende". L'orizzonte temporale adeguato dipende dalla rischiosità dell'investimento, dalle prospettive dell'investitore e, soprattutto, dalla sua pianificazione finanziaria, costruita sui "conti mentali" per cui obiettivi diversi sono serviti da strumenti finanziari diversi.

L'altro caposaldo del metodo è l'importanza della diversificazione, un concetto ricorrente in questa newsletter. Non sappiamo se nei prossimi mesi politica e mercati continueranno a leggere spartiti diversi, non sappiamo cosa accadrà agli investimenti a più basso rischio, che tra il 2007 e il 2016 sono andati meglio di quelli rischiosi. Il futuro giace inconoscibile nel grembo di Giove ma gli uomini hanno a disposizione la diversificazione, straordinario strumento prometeico che consente di approfittare dei benefici della direzionalità e, nello stesso tempo, di proteggersi dai suoi rischi.

Un ultimo accorgimento che merita essere ricordato quando si parla di metodo, è sapere che ci sono le cose che sappiamo, ci sono cose che non sappiamo, ma ci sono anche cose che non sappiamo di non sapere. E' un sano principio di prudenza che aiuta a tenere a bada l'eccesso di fiducia nelle proprie capacità di giudizio, che invita a confrontare le proprie idee con quelle di altri, meglio se con un esperto di fiducia.

Continuando magari a dare un'occhiata distratta anche all'Alpha e il Beta.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.



L'ALPHA E IL BETA

10 aprile 2017

Un ottimo Caffè

L'Alpha e il Beta di questa settimana si prende una pausa dal consueto commento sui mercati per ricordare la figura di Federico Caffè, l'economista di cui ricorre il trentesimo anniversario dalla misteriosa scomparsa

Nella notte tra il 14 e il 15 aprile del 1987 il professor Federico Caffè usciva di casa, nel quartiere Monte Mario a Roma, e scompariva per sempre. Aveva lasciato sul comodino l'orologio, gli occhiali e nessun biglietto, nessun indizio. Le indagini della polizia non trascurarono le ipotesi del suicidio, del rapimento oppure, come nel caso del fisico Ettore Majorana nel 1938, della scomparsa volontaria. Tutto inutile, del professore non si sarebbero più avute notizie, era uscito di scena silenziosamente e misteriosamente.

Oggi il mistero è meno fitto, qualche velo si è alzato. Sappiamo che quella notte il professore uscì di casa volontariamente e che da allora visse a lungo. Lo rivela, senza dare particolari, uno dei suoi allievi prediletti, l'economista Bruno Amoroso, esperto dei sistemi di welfare, scomparso un paio di mesi fa. Anche la vicenda biografica e intellettuale di Amoroso è interessante: ha svolto tutta la sua vita di insegnamento e ricerca in Danimarca dove, appena arrivato, ottenne il permesso di soggiorno lavorando come aiuto-lavapiatti. Il giovane ricercatore era in gamba, da aiuto lavapiatti venne rapidamente promosso lavapiatti, portiere di notte e poi cassiere, una carriera folgorante!



L'economista Bruno Amoroso (1936 – 2017) non interruppe mai il sodalizio con Federico Caffè

In capo a due anni l'aiuto lavapiatti diventa professore associato all'Università di Roskilde, non interrompe il sodalizio con Caffè, fonda presso l'università danese il "Centro Studi Federico Caffè", dedicato dapprima alla ricerca sul funzionamento dei modelli economici e sociali scandinavi, negli ultimi anni ai fenomeni della globalizzazione. Il sodalizio maestro-allievo si consolida, Caffè visita spesso la Danimarca dove tiene lezioni e seminari, Amoroso diventa il più accreditato divulgatore del pensiero del professore abruzzese.

Nel suo "Memorie di un intruso", Amoroso scrive un passaggio decisivo: "Federico Caffè capì la situazione prima di noi e ha trascorso gli anni che ci separano da lui tornando alla sua amata musica classica e al silenzio; una volta lo interruppi in questo ascolto con una canzone di Lucio Dalla, "Com'è profondo il mare"; ascoltò in silenzio, accennò un grazie con la mano, e riprese l'ascolto di una sinfonia di Mahler".

L'allievo alza il velo sulla scomparsa del Maestro, che fu dunque volontaria, la rinuncia al mondo di chi aveva capito prima di tutti che la sua battaglia era persa, che la scienza economica, le relazioni sociali e industriali, la politica, stavano imboccando una direzione del tutto opposta a quanto insegnato durante tutta la vita.

A trent'anni da quel 15 aprile, Federico Caffè merita essere ricordato per tanti motivi. Il primo è che fu un economista dalla spiccata sensibilità sociale, fu un uomo colto e di vasti interessi, fu soprattutto un grande insegnante.

"Lo ricordiamo come uno straordinario docente" ricorda Ignazio Visco "capace nella sua ora di lezione di far pendere dalle sue labbra centinaia di studenti sui temi più vari dell'economia nazionale e internazionale, sui problemi della congiuntura e sulle questioni strutturali, di fondo, sui massimi temi istituzionali e sulle apparentemente banali vicende di ogni giorno".

Si laureò con Caffè anche Mario Draghi, con una tesi sul "piano Werner", il primo progetto di unione monetaria europea (le conclusioni della dissertazione del giovane Draghi furono che all'epoca non c'erano le condizioni perché il piano funzionasse).



Federico Caffè, Un economista per gli uomini comuni. A cura di Giuseppe Amari e Nicoletta Rocchi (Ediesse Roma 2007). Caffè si laurea in Economia nel 1936, l'anno di pubblicazione della Teoria Generale di Keynes, di cui Caffè fu tra i primi divulgatori in Italia.

Le sue intuizioni sono mirabili. Quando scrive che non è cosa semplice “liberarsi dalla suggestione delle affermazioni che finiscono per essere accettate per il solo fatto di essere ripetute” sembra che parli delle nostre post-verità, della difficoltà a riconoscere olimpiche cantonate spacciate come inossidabili certezze. Cosa direbbe Federico Caffè oggi, di fronte all’ottundimento della partecipazione democratica?

Attento ai fenomeni che sono causa di disequilibri, Caffè convinto europeista stigmatizzerebbe questa Europa emiplegica, sana nella metà monetaria e nella metà politica paralizzata dalle asimmetrie tra Paesi, Germania in testa, che “cavalca l’onda delle esportazioni trasformando paesi in deficit in mercati di sbocco” (G. Brera, 2017).

E avrebbe qualcosa da dire anche sulle politiche di austerità dei conti perché “se si vuol parlare di austerità per me va bene, purché l’austerità sia finalizzata all’aumento dell’occupazione, e occupazione non precaria”. In un altro passaggio è ancora più esplicito, “al posto degli uomini abbiamo sostituito i numeri e alla compassione nei confronti delle sofferenze umane abbiamo sostituito l’assillo dei riequilibri contabili”.

Non è difficile riconoscere l’attualità di queste parole, la loro dimensione atemporale. Ricordano che le relazioni economiche sono prima di tutto relazioni, che nei conti economici e patrimoniali bisogna mettere anche la vita delle persone.



Federico Caffè (Pescara, 6 gennaio 1904 – scomparso da Roma il 15 aprile 1987)

Sappiamo che gli psicologi cognitivi hanno definitivamente demolito il mito dell’homo oeconomicus dei modelli, l’individuo iper-razionale che orienta le proprie azioni alla massimizzazione del proprio interesse. Nella realtà i comportamenti umani sono impastati di etica, di passioni, di ansie, di generosità, di altruismo. Il professor Paolo Legrenzi spiega tra l’altro, nel suo appuntamento settimanale (**I soldi in testa, qui sul sito GAM**), che la vera educazione finanziaria non passa per la conoscenza di nozioni su mercati o strumenti, quanto sulla consapevolezza delle insidie nascoste nelle emozioni. Negli anni ‘70 il sociologo inglese Richard Titmuss dimostrò che la ricompensa in denaro per le donazioni di sangue “diminuiva il numero delle donazioni e riduceva la qualità del sangue donato”.

La lezione più moderna, “l’ultima Lezione”, titolo del bel libro di Ermanno Rea, è l’insegnamento del professore abruzzese a guardare con profondità ai movimenti della storia, con le lenti dell’economia ma anche con quelle della sociologia e dell’etica, perché il progresso è sempre accompagnato da storie di disuguaglianze. Federico Caffè aveva colto in profondità come l’economia abbia senso solo se intesa come scienza sociale, che tiene insieme efficienza e incentivi senza dimenticare le moltitudini di “afflitti e diseredati, e quanto pochi siano quelli che volevano veramente aiutarli”.

Aveva della scienza economica un’idea complessa, nel senso inteso da Edgar Morin, “avere una concezione complessa significa avere dentro di sé, in profondità, una visione più umana degli individui” e a Caffè “piaceva immergersi tra la gente, frequentava le scuole sindacali, usava esclusivamente i mezzi pubblici e, quando poteva, girovagava a lungo per la città, nel centro e nella periferia, nelle borgate e tra i baraccati”.

Un intellettuale che vedeva il ruolo dell’economista più come “consigliere del cittadino” che del principe (G. Amari, N. Rocchi, 2007).



Ai tempi della scomparsa, il termine globalizzazione non era ancora entrato nel lessico ordinario ma il suo scrutinio dei fenomeni economici e sociali ha condotto Caffè a sintesi buone anche per questi nostri tempi incerti. In qualche modo è ancora in mezzo a noi, scrive Ermanno Rea, “fantasma affranto e sorridente al tempo stesso, disperato e ottimista, che continua ad ammonirci, in questa Italia che ha perduto insieme a tante altre cose l'orgoglio dei suoi uomini migliori, che siamo ancora in tempo per cambiare, per costruire finalmente una società giusta, egualitaria, ricca di solidarietà”.

PS

Il 15 aprile sarà anche il cinquantenario della morte di Totò, sublime marionetta, per Dario Fo “perfino più avanti di Charlot”.

“Il coraggio non mi manca, è la paura che mi frega”, è una delle molte battute del Principe. Partiremo proprio da questa battuta alla nostra Conferenza al Salone del Risparmio, mercoledì 12 aprile alle 14:45.

Al centro della nostra riflessione la resistenza al cambiamento dei risparmiatori italiani, il cambiamento dello scenario, l'irrinunciabile necessità di innovare strategie e strumenti di investimento. Da una parte abbiamo i comportamenti conservativi e la diffidenza verso il nuovo, dall'altra il cambiamento radicale, la trasformazione del mondo e dei fenomeni economici. Nuove contraddizioni, entrate nei patrimoni degli italiani a dispetto dei portoni blindati della conservazione.



Ne discuterà con noi Riccardo Donadon, fondatore e presidente di H-Farm, uno dei più noti incubatori di iniziative imprenditoriali e lui stesso innovatore e pioniere. Vi aspettiamo!



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.



L'ALPHA E IL BETA

6 febbraio 2017

Friends, Trump e Michael Spence

Ospite della GAM Insights Conference 2017 il professor Michael Spence, premiato per gli studi sulle asimmetrie informative con il Nobel per l'economia nel 2001 assieme a Joseph E. Stiglitz e George A. Akerlof. La sua presentazione ha spaziato dalla geopolitica agli equilibri economici globali

Cosa hanno in comune la sit-com televisiva Friends, Donald Trump e il professor Michael Spence?

Per dieci anni, dal 1994 al 2004, Friends è stato l'appuntamento televisivo del giovedì sera per milioni di spettatori americani, era facile e appagante riconoscersi nelle storie quotidiane di quel gruppo di amici, tutti bianchi, giovani, di aspetto gradevole, simpatici, di successo. Vivono in un quartiere glamour, Greenwich Village a Manhattan, non hanno convinzioni forti, rigidità morali, nessun impegno politico o sociale, insomma una rappresentazione artificiale adatta pressoché a tutti.

Goffo e un po' imbranato, Ross è l'intellettuale del gruppo, costante bersaglio degli scherzi degli altri. La contrapposizione tra la sua razionalità e l'esuberanza della simpatica combriccola è uno degli artifici comici più efficaci, sottolineati dalle finte risate in sottofondo.

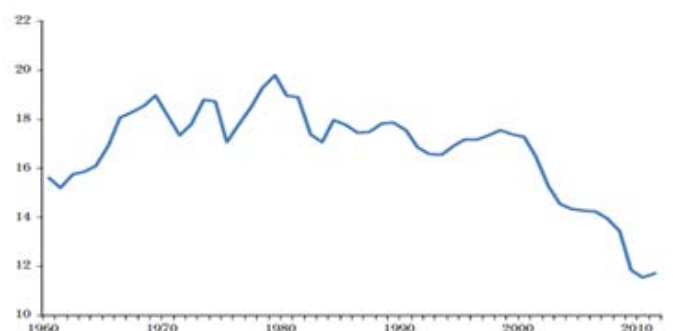


I protagonisti della sit-com Friends (credit: Getty Images, Observer)

C'è però qualcuno che non ride alle trovate comiche degli sceneggiatori di Friends, e che vede nelle disavventure di Ross una pericolosa regressione culturale. Lo scrittore David Hopkins

non pensa che Friends sia un'innocua, divertente sit-com ma che in realtà costituisca un passaggio miliare dell'arretramento culturale della pubblica opinione americana. Le risate che accompagnano i gesti goffi dell'unico membro del gruppo con un dottorato di ricerca, per Hopkins sono spia di uno strisciante analfabetismo di ritorno, "ogni volta che Ross prova a dire qualcosa sui suoi interessi, studi, ogni volta che è a metà di una frase, uno dei suoi 'amici' lo canzona, e lo scherno è accompagnato dalle finte risate della regia". In Friends la "stupidità è accettata come valore", il glamour del gruppo di amici viene presentato come socialmente preferibile ad un imponente curriculum accademico. E' una curiosa coincidenza che nell'anno in cui Friends smise di andare in onda, il 2004, uscì l'album "American Idiot" dei Green Day. "Non voglio essere un americano idiota, non voglio essere una nazione controllata dai media" recita il testo che denuncia la regressione culturale del pubblico americano, affogato nei divani a sorbire quello che passa in televisione. Ed eccoci a Trump e al professor Spence. Con un registro naturalmente diverso, anche Michael Spence teme l'involuzione del dibattito politico nel suo paese. In realtà è sotto gli occhi di chiunque il rischio che il diffuso malcontento del ceto medio peggiori la qualità della partecipazione e delle risposte politiche. Il professor Michael Spence, Nobel per l'Economia nel 2001 con Joseph E. Stiglitz e George A. Akerlof ha presentato le sue riflessioni sullo stato dell'economia globale alla GAM Insights Conference 2017, svoltasi a fine gennaio a Roma e a Milano.

Persons Engaged in Production in US Manufacturing, 1960-2011 (millions)



L'occupazione nel settore manifatturiero negli Stati Uniti (fonte: Industry Accounts of the Bureau of Economic Analysis, dalla presentazione di Michael Spence alla GAM Insights Conference 2017)

Spence ha ricordato che la relazione tra politica ed economia è divenuta ancora più stretta in forza delle trasformazioni intervenute nel mondo del lavoro. I dati positivi sull'occupazione negli Stati Uniti non devono far trascurare la "rotazione settoriale" all'interno delle mansioni, le accresciute differenze nei salari, nella ricchezza e nelle stesse opportunità. Le Catene di Valore Globale modificano la composizione settoriale del lavoro, nasce la nuova diade del lavoro scambiabile e non scambiabile. Se quest'ultimo si caratterizza per capitale umano ad alta specializzazione e prossimità, il lavoro scambiabile soffre della competizione del basso costo che si può ottenere fuori dai confini nazionali. Le leggi del mercato "fanno il loro dovere", dice Spence, e cercano di allocare i fattori nel modo più efficiente possibile. L'automazione dei "carrelli intelligenti" di Amazon, che spostano i pancali nei grandi centri di smistamento, ottimizzano il lavoro fino a ieri svolto da centinaia di magazzinieri.

E' però compito della politica farsi carico del destino di quelle centinaia di magazzinieri che si ritrovano senza lavoro. Le leggi del mercato non assolvono dal dovere di affrontare l'enorme problema distributivo che si è sviluppato negli ultimi anni. L'economia degli Stati Uniti assomiglia sempre meno all'economia aperta e flessibile che offriva a chiunque una prospettiva di benessere, "i redditi del ceto medio sono in stagnazione da oltre vent'anni",



Michael Spence, GAM Insights Conference 2017, Milano 31.1.2017 (fonte GAM)

Negli Stati Uniti come in Europa il problema dei governi è come contrastare la contrazione del settore manifatturiero e l'espulsione dal lavoro di migliaia di persone. Il ritardo, o addirittura l'assenza di risposte politiche e "l'apparente disinteresse da parte di coloro il cui benessere non è stato scalfito o è addirittura aumentato, ha aumentato il rancore sociale", ha detto Spence, e favorito la formazione di vasti movimenti di opinione "contro". Il presidente Trump ha ragione nel mettere tra le priorità della sua agenda politica la difesa dei posti di lavoro, soprattutto il lavoro "scambiabile", quello più vulnerabile, concentrato negli Stati della Rust Belt, la "cintura della ruggine" al centro della crisi dell'industria pesante, dell'acciaio e del manifatturiero. Ma le risposte non sono facili, "il protezionismo può frenare la fuga dell'industria manifatturiera" scrive Spence nel suo *The Next Convergence* "ma solo imponendo dei costi ai consumatori nazionali e rischiando di mandare in pezzi il modello di un'economia globale aperta".

L'uscita dalla crisi non è dietro l'angolo, le forze in azione sono poderose e tra loro contrastanti: la demografia, la svolta radicale che Trump sta dando alla politica americana, l'indebolimento dell'Europa dove disoccupazione e rancore sociale costituiscono una sfida aperta, il ruolo sempre più centrale della Cina che sta governando con sicurezza la trasformazione strutturale della sua economia.

La prima sfida che i nuovi assetti dell'economia globale pongono alla politica degli Stati è quella del coordinamento sovranazionale "il nostro mondo globalizzato ha raggiunto un livello di connettività internazionale che oltrepassa di gran lunga il raggio d'azione delle politiche nazionali". Il neo-nazionalismo va nella direzione opposta e "nei prossimi mesi sapremo se l'accresciuto ottimismo dei mercati ha solido fondamento", ha detto Spence. Probabilmente, prima di intervenire sui tassi la Federal Reserve vorrà conoscere il dettaglio delle misure di espansione promesse dal neo presidente, la loro composizione, i settori economici di intervento, la loro quantità, il timing. La Fed ha il suo piano di normalizzazione dei tassi ma lo dovrà adattare e aggiustare in funzione di cosa farà davvero Trump, la novità rispetto agli anni scorsi è dunque una sorta di "passaggio di testimone" tra la politica monetaria e quella fiscale. Occhio ai tweet di @realDonaldTrump dunque!

Dal punto di vista dell'investitore Spence ha invitato alla cautela, un invito raccolto dai portfolio manager di GAM intervenuti dopo di lui. Ne parlerà L'Alpha e il Beta di lunedì prossimo.



Michael Spence, GAM Insights Conference 2017, Roma 30.1.2017 (fonte GAM)



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.



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.

Copyright © 2017 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



L'ALPHA E IL BETA

19 dicembre 2016

Regali di Natale

Una commovente storia dello scrittore americano O. Henry ci ricorda la carica affettiva dei regali di Natale, e una riflessione sull'economia del dono.

Non so voi, ma con i regali di Natale io sono un disastro. A ottobre comincio a pensare a oggetti poco costosi, originali, che siano significativi per coloro che li riceveranno. A novembre continuo a pensare a oggetti poco costosi, originali e significativi. Negli ultimi giorni che precedono il Natale, combatto una lotta contro il tempo correndo per i negozi del centro, con gli occhi puntati sulle vetrine in cerca di qualche idea. Alla fine acquisto qualsiasi cosa pur di cavarmela in fretta. Naturalmente spendo più di quanto pensavo, gli acquisti non sono originali e tantomeno hanno significati speciali. Con l'esperienza ho imparato a evitare sciarpe e pigiami per figli nativi digitali (facile), ma conservo sempre il dubbio di sbagliare alla grande nel regalo alla moglie (difficile).

Lo scambio dei doni è la caratteristica del Natale, festa di tutti, bambini e adulti, di chi ne celebra il senso religioso e di chi lo attende per l'atmosfera di serena intimità domestica. I regali sono il modo di accrescere gli auguri, comunicano simpatia e affetto tra familiari e amici. L'espressione "Christmas season" indica ormai un periodo a forte valenza economica, settimane in cui i negozi al dettaglio negli Stati Uniti e in Europa realizzano circa il venti per cento delle vendite dell'intero anno e il cinquanta per cento dei profitti.

I "Dodici Giorni di Natale" della canzone inglese del XVIII sono attesi con identica gioia dai bambini, perché spacchetteranno regali, dagli adulti, perché avranno qualche giorno di riposo, dai commercianti, che sperano di finire l'anno in bellezza. Ma quei diavoli di economisti riescono a rovinare anche il Natale! Aveva ragione Thomas Carlyle nel definire l'economia "dismal science", solo una scienza triste dimostra l'inefficienza economica del regalo di Natale con le curve di preferenza!



Adorazione dei Pastori, Luca Signorelli (Cortona 1445 – 1523), conservato a Londra, National Gallery

Il meccanismo del dono coinvolge due agenti, il donatore e il ricevente. Il primo cerca di indovinare le preferenze del secondo nel tentativo di incontrarle, perché non è scontato che le valutazioni del donatore coincidano con le preferenze di consumo del beneficiario. Da questa inefficienza nasce il mercato clandestino del regalo "riciclato", pratica che nessuno ammette ma la cui esistenza dimostra il disallineamento tra scelte di acquisto e aspettative. Un economista di Yale ha formalizzato il fenomeno: al rientro dalle vacanze natalizie, il professor Joel Waldfogel chiese ai suoi studenti di stimare il valore commerciale dei regali ricevuti, poi chiese quanto sarebbero stati disposti a pagare per quegli stessi oggetti se non li avessero ricevuti.



I risultati furono scoraggianti, i regali vennero valutati molto al di sotto del loro valore, le stime andavano dal 90% al 70%. La differenza del 10% - 30% mancante è la frazione che in termini formali si definisce “inefficienza allocativa”, ovvero una perdita di risorse che si potrebbe evitare senza alterare le condizioni di benessere di nessuno. In termini aggregati è una perdita di valore (“deadweight loss”) che nella “Christmas Season” americana si aggira tra gli 8 e i 25 miliardi di dollari.

Il modello mostra che l'efficienza allocativa si raggiunge sostituendo il regalo con somme di denaro, in questo modo il beneficiario acquisterà qualcosa che soddisferà certamente le proprie preferenze. Qualsiasi dono diverso dal denaro, conclude Waldfoegel, è al di sotto delle curve di ottimizzazione. L'economia se lo merita davvero l'appellativo di scienza triste! Nell'analisi del professore di Yale c'era qualcos'altro: i regali più efficienti, che andavano cioè incontro ai desideri del ricevente, sono quelli delle relazioni più strette. L'inefficienza tende invece ad aumentare quanto più le relazioni sono distanti o quanto più è ampia la differenza di età tra donatore e beneficiario. Quest'ultimo non è un risultato sorprendente: quasi in ogni famiglia ci sono, o ci sono stati, nonni che regalano pigiami o “cose utili” a nipoti digitali. Molti di loro, rassegnati al “digital divide”, hanno raggiunto senza saperlo l'efficienza allocativa consegnando ai nipoti buste con denaro e un biglietto, “compra quello che vuoi”.



Natività, Pietro Berrettini (Cortona 1596 – Roma 1669), conservato ad Aversa, Chiesa di San Francesco

Ma chi non preferisce correre il rischio di sbagliare regalo piuttosto che rinunciare al piacere di consegnare un bel pacchetto, con carta lucida, nastri e fiocchi?

Certamente non hanno seguito le ragioni economiche, ma quelle del cuore, Della e Jim, i giovani poverissimi sposi della novella di O. Henry, pseudonimo dello scrittore William Sydney Porter. Tutto ciò che aveva Della era un dollaro e ottantasette cents, il giorno dopo sarebbe stato Natale, si sarebbe presentata senza un dono per il suo Jim.

“Non c'era altro da fare che lasciarsi cadere sul nudo letto e mettersi a urlare. E così appunto si comportò Della, e ciò vale a stimolare la riflessione che la vita è fatta di singhiozzi, sospiri e sorrisi, con una certa preponderanza di sospiri” scrive O. Henry. Nello spoglio appartamento affittato a otto dollari alla settimana c'erano due cose di gran valore di cui Della e Jim erano orgogliosi:

“uno era l'orologio d'oro di Jim, che era stato di suo padre e del padre di suo padre. L'altro era la chioma di Della. Se la regina di Saba avesse abitato nell'appartamento di fronte, Della avrebbe lasciato pendere i capelli alla finestra per asciugarli, soltanto per fare invidia ai gioielli e ai doni di Sua Maestà”. In quella Vigilia di Natale quel dollaro e ottantasette cents non smetteva di tormentare Della, come poteva presentarsi a mani vuote il giorno di Natale!

Della prese una decisione, scese in strada, entrò in un negozio di confezionamento di parrucche e vendette la sua bellissima chioma per 20 dollari. Una bella sommetta, sufficiente per “una catenella per orologio, da taschino, in platino, di casto e semplice disegno ... non appena l'ebbe vista, ella seppe che spettava a Jim. Era come lui, pregio e semplicità”.

Della tornò a casa, impaziente di vedere la faccia del marito davanti alla sorpresa. Certo, la prima sorpresa sarebbe stata nel vederla in quelle condizioni, con una “testa coperta di ricci fitti e minuti, che la facevano del tutto somigliante a uno scolareto scapestrato; considerò la propria immagine allo specchio, a lungo, minutamente, e con occhio critico. ‘Se Jim non mi uccide prima di darmi una seconda occhiata’ si disse ‘dirà che sembro una corista di Coney Island. Ma che potevo fare, ahimè, che potevo fare con un dollaro e ottantasette cents?’”.

L'espressione di Jim, quando rientrò a casa “non era ira, né sorpresa, né biasimo, né orrore, né alcun altro sentimento che ella avesse previsto. La guardava con occhi fissi e intenti”. Era sconcertato, la sua amata Della gli stava dicendo che aveva venduto i suoi splendidi capelli per potergli comprare un regalo.

“Non fraintendermi” le disse “non penso che un taglio di capelli o una rasatura o uno sciampo possano rendere meno bella la mia ragazza. Ma se vorrai aprire quel pacchetto, capirai perché mi hai fatto restare senza fiato. Candide dita e agili lacerarono corda e carta.



E poi un estatico grido di gioia; e poi, ahimè, un subitaneo femminile insorgere di lacrime e gemiti, che imposero l'immediato intervento di tutti i poteri consolatori del signore della dimora. Giacché lì stavano i Pettini, tutta intera la serie dei pettini da porre sulla nuca e ai lati, che Della aveva a lungo vagheggiato in una vetrina di Broadway. Splendidi pettini, puro guscio di tartaruga con orli ingioiellati: e per l'appunto della tinta che si accordava alla splendida chioma svanita. Erano pettini di pregio, ella lo sapeva, nel cuore li aveva bramati ed anelati senza alcuna speranza di possesso. Ora erano suoi, ma le trecce che dovevano adornarsi degli agognati ornamenti erano scomparse”.

Fu poi il turno di Della, che consegnò a Jim il suo pacchetto, la magnifica catena per l'orologio.

“Della” le disse Jim commosso “mettiamo via i nostri regali di Natale per un po' di tempo. Sono troppo belli per usarli subito. Io ho venduto l'orologio per comprarti i pettini”.



Luci della città, 1931. La storia del vagabondo e della fioraia cieca comincia con un gesto di generosità, l'acquisto di un fiore con l'ultima moneta rimasta al povero vagabondo

Che bella storia di inefficienza allocativa, che commovente lezione di sub ottimalità delle curve di preferenza! Eppure la generosità antieconomica di Della e Jim si dimostra più saggia di qualsiasi modello teorico. E' un peccato non parlare più spesso dell'economia del dono, un concetto che non trova spazio nei modelli neoclassici, quelli per cui l'efficienza allocativa si raggiunge non con un dono ma con la consegna di denaro. Eppure l'economia è dentro la società, l'uomo economico dei modelli è anche un uomo etico, un uomo sociale, un uomo relazionale, un uomo generoso (vedi L'Alpha e il Beta del 22 agosto 2016).

“Vi ho goffamente raccontato la povera cronaca di due sciocchi bambini” conclude O. Henry “che senza saggezza sacrificarono l'uno per l'altro i più grandi tesori della loro casa. Ma si dica un'ultima parola ai saggi dei nostri giorni: di tutti coloro che fanno doni, quei due furono i più saggi. Di tutti coloro che ricevono e fanno doni, questi sono i più saggi. Dovunque e sempre essi sono i più saggi. Sono loro i re Magi”.

Buon Natale a tutte e a tutti, arrivederci a gennaio!



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.



L'ALPHA E IL BETA

21 novembre 2016

Ricordare Milton Friedman nel 2016

A dieci anni dalla scomparsa il ricordo di Friedman sembra affievolirsi proprio tra gli eredi di coloro che ne avevano sostenuto le idee liberali

Pochi giorni fa è caduto il decimo anniversario della morte di Milton Friedman, avvenuta il 16 novembre 2006, a 94 anni. Ispiratore della scuola economica di Chicago, premio Nobel nel 1976, per l'*Economist* Friedman è stato "l'economista più influente della seconda metà del Novecento". Il padre della teoria monetarista, al pari di Keynes, Tobin, Galbraith e altri, non si sottrasse alla prova della realtà, a mettersi cioè in gioco con la politica nel tentativo di vedere le proprie idee trasformate in concrete azioni di governo. Fu influente consigliere economico di Ronald Reagan e di Margaret Thatcher (che lo definiva "il suo economista preferito"). La consulenza economica al governo militare di Pinochet gli costò critiche feroci che lo accompagnarono per molti anni ma Friedman circoscrisse la sua collaborazione alle sole misure di politica economica e condannò sempre la brutalità del regime di Pinochet.

"Non ritengo sia sbagliato per un economista produrre una consulenza tecnica al governo cileno, non più di quanto considererei sbagliato per un medico dare una consulenza tecnica al governo cileno per aiutare a metter fine a un'epidemia" (Friedman, 1976).



Milton Friedman (1912 - 2006) con il presidente Ronald Reagan

A soli dieci anni dalla scomparsa, il presidente repubblicano neo-eletto si dichiara senza imbarazzi isolazionista, favorevole ai dazi, intollerante, ponendosi così all'opposto del pensiero liberale che ha ispirato il lavoro di Friedman.

Durante la campagna elettorale Trump ha evocato più volte il deficit commerciale di 58 miliardi di dollari con il Messico. Ma è proprio qui il centro di una delle argomentazioni dell'economista: per un paese è segno di ricchezza importare più merci a beneficio dei suoi abitanti piuttosto del contrario. Nell'argomentazione di Friedman non sono gli Stati Uniti a "perdere" 58 miliardi di dollari all'anno, semmai è il Messico a non essere sufficientemente ricco ed esporta dunque beni per 58 miliardi di dollari in più di ciò che acquista dagli Stati Uniti.

Le tariffe doganali costituiscono per Friedman un grave danno alla redditività: i vantaggi di un dato settore industriale verrebbero azzerati dalle perdite negli altri settori e nelle tasche dei consumatori. Senza contare gli effetti delle misure prese da altri paesi come ritorsione, si tornerebbe agli anni '30 della presidenza Hoover. "Sin dai tempi di Adam Smith c'è stata una sostanziale unanimità tra economisti ... il libero commercio internazionale è nel miglior interesse di paesi che hanno qualcosa da scambiare" (Friedman, 1997)

L'influenza di Friedman nel pensiero economico si afferma in un momento cruciale del secondo dopoguerra, quando l'economia globale entra in affanno per le conseguenze della sospensione della convertibilità del dollaro americano in oro. L'abbandono degli accordi di Bretton Woods segnò il liberi tutti dei cambi e l'inizio di un nuovo ordine monetario. Il mondo si trovava per la prima volta alle prese con il caos dei cambi flessibili e le ricette keynesiane si rivelavano inadeguate a gestire alta inflazione e alta disoccupazione.

Per Friedman l'inflazione è un fenomeno monetario causato da eccesso di offerta di moneta rispetto alla produzione di beni e servizi. L'economista aveva osservato che l'esperienza non confermava la relazione inversa tra disoccupazione e inflazione teorizzata dal neozelandese William Phillips. Se la quantità di moneta nel sistema economico è eccessiva, argomenta Friedman, non genera effetti reali sul livello dell'occupazione ma solo conseguenze monetarie, cioè inflazione. E se questa è un fenomeno monetario, allora la prescrizione keynesiana dell'intervento pubblico espansivo è inutile. Al contrario, le autorità di governo mantengano invariata la massa monetaria, non intervengano e lascino che il libero gioco delle forze del mercato riporti il sistema in equilibrio.

Gli anni di Friedman e della grande inflazione sono gli anni in cui tutto ebbe inizio, furono un punto di svolta sotto tanti aspetti. Nel 1979 venne nominato a capo della Fed Paul Volcker. Il cinquantenne economista prese di petto l'inflazione che si stava avvicinando al 10% alzando bruscamente i tassi a dispetto della disoccupazione al 6% e della forte opposizione del Congresso. Riuscì nell'obiettivo, l'inflazione scese al 6% all'inizio del 1982 e a 3,7% l'anno successivo. Non fu un'operazione indolore, nel 1982 la disoccupazione arrivò quasi all'11% prima di cominciare a diminuire. Alzando i tassi Paul Volcker alzò anche la reputazione dei banchieri centrali che da lì a pochi anni sarebbero diventati le star globali dell'economia.

Punti di svolta, si diceva. La banca centrale guadagnò credibilità e reputazione che divennero vere e proprie risorse che da allora concorrono al successo delle politiche monetarie. Prese avvio la stagione della "Grande Moderazione", anni di inflazione sostanzialmente stabile e il più lungo periodo di crescita economica del secondo dopoguerra, interrotto nel 2007. L'inizio degli anni '80 fu un momento di svolta anche per i rendimenti obbligazionari che avviarono la loro lunga discesa trentennale.



I rendimenti del Treasury decennale dal 1979 ad oggi. Fonte: Fed St. Louis, Economic Research

Oggi siamo testimoni di un nuovo momento di svolta (il professor Legrenzi dedicherà a questo aspetto "I Soldi in testa" di giovedì 24/11): alla Casa Bianca c'è un nuovo inquilino dall'elevato tasso di imprevedibilità, i rendimenti stanno cambiando direzione in un contesto di marcata incertezza.

Gli stimoli fiscali promessi (tagli alle tasse, investimenti in infrastrutture), se realizzati, daranno combustibile a un'economia già in buona salute. Un panel di economisti intervistati dal Wall Street Journal ha rivisto al rialzo la crescita del PIL e dell'inflazione negli Stati Uniti, quest'ultima stimata a 2,2% nel 2017, 2,4% nel 2018. I mercati, che detestano l'incertezza, hanno reagito al rischio di un più spedito passo nella normalizzazione dei tassi. La (eventuale) reflazione di Trump sarebbe positiva per i listini azionari, devastante per le obbligazioni, "da porto sicuro a possibile trappola" scrive il Financial Times. In effetti gli investitori sembrano essersi pericolosamente assuefatti al confortevole ambiente di zero inflazione e tassi mantenuti bassi per un tempo indefinito.



La modifica della struttura dei rendimenti dei Treasury USA, l'elezione di Trump amplifica un fenomeno già in corso da luglio (curva verde chiaro tratteggiata). Fonte Bloomberg

Pochi giorni dopo l'elezione di Trump, il differenziale di rendimento tra il titolo trentennale e il titolo a due anni si era allargato di 23 punti base arrivando a 196 punti base. In realtà lo "steepening" della curva, cioè il suo irripidimento (un incremento dei rendimenti delle scadenze più lontane) era già in corso, il differenziale tra il trentennale e il titolo a due anni era già aumentato di 25 punti dai minimi di luglio, quando il mercato ha cominciato a riconoscere i segnali della debole reflazione in corso e ha preso l'assetto "tassi in aumento". Le variabili al momento imponderabili riguardano le future iniziative del nuovo inquilino della Casa Bianca e, come già ricordato, il passo con cui la Fed adeguerà il livello dei tassi nel corso del 2017.

Cosa direbbe oggi Friedman di fronte a condizioni così straordinarie? Bernanke, suo ammiratore, probabilmente ne avrebbe avuto l'approvazione in merito al Quantitative Easing, senza il quale non parleremmo di Grande Recessione ma di una nuova Grande Depressione. Friedman, favorevole a minore spesa pubblica, minore regolamentazione e minore tassazione, probabilmente darebbe ragione a Trump nello smantellamento della riforma sanitaria di Obama e nella riduzione delle aliquote fiscali.



Ma lo criticerebbe per i programmi di spesa in infrastrutture e, con ancor più forza, ne contesterebbe l'idea dei dazi doganali. Nel 2013 un senatore americano esponente del Tea Party rispose a un giornalista di Bloomberg che il miglior candidato alla presidenza della Fed sarebbe stato Milton Friedman. Peccato che Friedman fosse morto da sette anni e, se fosse stato vivo, di anni ne avrebbe avuti 101.

Nonostante l'influenza che il padre del monetarismo ebbe sui programmi economici del partito repubblicano per quasi tre decenni, la sua eredità intellettuale è andata via via sbiadendo proprio tra i sostenitori dei meccanismi dello spontaneo riequilibrio del mercato. Il pensiero liberale di Friedman è probabilmente troppo sofisticato e complesso per il moderno partito repubblicano, scivolato verso posizioni isolazioniste, radicalismi religiosi e creazionisti, intolleranze ai diritti civili, insomma tutto ciò che è all'opposto della tradizione liberale. Nel decimo anniversario della scomparsa, Friedman merita di essere ricordato se non altro perché non lo ricordano gli eredi dei suoi vecchi sostenitori.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.



L'ALPHA E IL BETA

26 settembre 2016

Investitori-Chimbu, investitori-Daribi

L'alpha, l'elemento più raro nei mercati, è anche l'unico non replicabile in modelli. E' possibile invece modellizzare e replicare le tecniche di ricerca delle fonti di beta, anche quelle alternative, decorrelate dalle asset class tradizionali

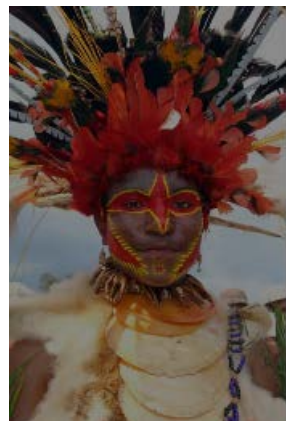
Nel suo best-seller "Armi acciaio malattie" Jared Diamond indaga le cause primarie dello sviluppo, le ragioni per cui alcune società abbiano progredito in complessità e altre invece rimaste alle condizioni primitive.

In definitiva la domanda delle domande del libro è perché la civiltà europea abbia colonizzato il resto del mondo e non sia accaduto il contrario, perché a metà dello scorso millennio non siano state le navi di Atahualpa, ultimo imperatore Inca, ad attraversare l'Atlantico e soggiogare l'Europa.



In sintesi estrema, le tesi di Diamond si possono ricapitolare nello sviluppo dell'agricoltura, nell'eccedenza di risorse alimentari, nella progressiva complessità delle strutture sociali, nello scambio di conoscenze, nella domesticazione di animali, nella conseguente resistenza immunitaria alle malattie. Le ragioni dello sviluppo non affondano in presunte diversità genetiche ma nelle condizioni ambientali, nelle diverse dotazioni di capitale naturale disponibili ai popoli che qualche decina di migliaia di anni fa si distribuirono nei continenti. Quando gli europei entra-

rono in contatto con le popolazioni dell'Africa o delle Americhe, l'esito del confronto era già stato deciso da millenni di evoluzione prodotta dalle condizioni ambientali. Diamond descrive però anche un discrimine che non riguarda le condizioni ambientali ma una disposizione culturale, "alcune società sembrano essere irrimediabilmente conservatrici, ripiegate su se stesse e refrattarie al cambiamento". Lo scienziato americano descrive un caso da lui osservato negli anni '60 in due popolazioni della Nuova Guinea. La tribù dei Daribi non mostrava particolare interesse né curiosità verso l'esterno, rifiutava qualsiasi tentativo di contaminazione. Quando videro per la prima volta un elicottero avvicinarsi al villaggio, i Daribi "lo osservarono per un po'" scrive Diamond "poi tornarono alle loro occupazioni". Al contrario i membri della vicina popolazione dei Chimbu si rivelarono curiosi e intraprendenti sin dai primi contatti con i bianchi. Impararono a piantare il caffè, a commerciarlo, in breve tempo appresero l'uso del denaro. Negli anni '60 un chimbu particolarmente industrioso e abile divenne ricco "grazie al caffè, aveva usato i soldi per comprarsi una segheria dal valore di 100.000 dollari e una flotta di camion". A distanza di qualche decennio i Chimbu sono integrati, promuovono il turismo nella loro provincia, molti coltivano caffè. I Daribi lavorano per loro.



Una donna Chimbu con collana di conchiglie e il copricapo confezionato con le piume dell'uccello del paradiso



Simili prove di adattamento non mancano ai risparmiatori. L'inversione dei rendimenti obbligazionari nelle ultime settimane registra i limiti raggiunti dalle misure non convenzionali delle banche centrali.

Non ci ha girato intorno Eric Rosengren, "interrompere il sentiero della graduale normalizzazione delle condizioni monetarie potrebbe ridurre anziché prolungare la durata della ripresa". Il presidente della Fed di Boston non è il solo a vedere i rischi di sopravvalutazione degli asset, immobiliari e azionari.

Ne ha trattato L'Alpha e il Beta della settimana scorsa, ricordando le valutazioni tirate di azioni e obbligazioni, i fattori strutturali di ostacolo alla crescita, l'opportunità di attenuare il peso relativo di asset direzionali con strumenti decorrelati (L'Alpha e il Beta 19.9.2016).

Decenni di esperienza sui mercati possono essere raccolti in un principio semplice eppure tenacemente osservato da grandi investitori come Benjamin Graham, Peter Lynch, Charlie Ellis: l'attività d'investimento non è il gioco di chi vince ma il gioco di chi non perde.

In altre parole, saper evitare gli errori significa aver messo a segno un buon vantaggio.

E' diventato piuttosto noto il paragone che negli anni '70 Charles Ellis fece tra attività d'investimento e il tennis, in modo particolare il tennis praticato dai dilettanti. Se i professionisti per potenza atletica e tecnica conquistano il punto, nei tennis club prevalgono i giocatori che sbagliano meno. Ellis faceva riferimento a un manuale scritto da un tennista dilettante per tennisti dilettanti che dimostrava come nel tennis amatoriale i punti fossero soprattutto persi. Con l'eccezione di qualche giocatore sopra la media, nelle partite amatoriali vince generalmente chi controlla il proprio gioco e fa meno errori.

La complessità dei mercati e le molte incertezze suggeriscono agli investitori di assumere lo stesso atteggiamento del bravo tennista amatoriale, controllare il gioco, non assumere rischi eccessivi, non perdere punti.

Il responsabile di un grande fondo pensione americano dichiarava che le performance annuali del fondo non si erano mai piazzate sotto il 47[°] e sopra il 27[°] percentile. Un risultato tutt'altro che eccezionale eppure nell'intero arco dei quindici anni della sua direzione il fondo era nel 4[°] percentile della classifica. Un manager che evidentemente sapeva controllare il gioco, performance non eccelse ma vincitore della partita nel lungo termine. Attenzione, non è l'elogio della mediocrità fantozziana e della partita a tennis nella nebbia. Piuttosto si potrebbe evocare l'aurea mediocritas di Orazio, che in latino non si traduce con mediocrità ma con moderazione, la posizione intermedia che evita gli estremi e respinge l'eccesso.



Negli anni '70 Charles Ellis paragonava l'attività di investimento al tennis amatoriale nel quale si vince sbagliando meno, controllando il gioco e riducendo così il rischio di errore

Stare lontano dagli eccessi delle sopravvalutazioni dunque, tra l'altro dall'incremento della correlazione tra azioni e obbligazioni escono indeboliti gli anticorpi della diversificazione (il "taper tantrum" del 2013 ne è stato plastico esempio). Gli antibiotici sono costituiti dagli strumenti "Liquid Alternative", il loro principio attivo la gestione attiva e la decorrelazione, funzionali a controllare il gioco, ad attutire i rischi della direzionalità. Ma cosa sono i "Liquid Alternative"?

Il termine "liquid" non si riferisce a una particolare strategia ma riguarda il veicolo, liquido perché dotato di valorizzazione giornaliera, gli investitori sono messi in condizione di negoziare in qualsiasi momento l'ingresso o il disinvestimento. Sotto la definizione di "alternativo" ricadono invece le numerose strategie derivate dal mondo degli hedge, tra loro molto diverse ma con almeno due fattori in comune: un certo grado di decorrelazione con le classi di attivo tradizionali e lo stile di gestione attivo. Si parla di ricerca di "alpha", come si dice in gergo, cioè di valore svincolato dai condizionamenti del mercato. In questo senso l'alpha piace a tutti, chi non vorrebbe rendimenti superiori grazie alle inefficienze del mercato o all'accesso di analisi e informazioni migliori?

Ma l'alpha è anche l'elemento più sfuggente, non standardizzabile, non replicabile in modelli mentre, al contrario, si possono ridurre in un modello le fonti di beta. Nel 2005 un giovane gestore con la passione per la ricerca accademica pubblicò un articolo nel quale poneva la domanda cruciale: si possono trasformare i modelli teorici che spiegano i beta alternativi in modelli di vera gestione e replicare i risultati dei gestori hedge?

Con quell'articolo sul Journal of Alternative Investments Lars Jaeger, oggi a capo del team "Alternative Risk Premia" di GAM, poneva le basi della gestione sistematica dei beta alternativi con strumenti utili alla diversificazione, decorrelazione, mitigazione del rischio nei portafogli.



Si tratta di prodotti recenti, complessi, che richiedono da parte di risparmiatori e consulenti la voglia di saperne di più e una certa disposizione alla novità.

Dai flussi di denaro che si sono riversati nei “Liquid Alternative” negli ultimi anni sembrerebbe che gli investitori assomiglino ai Chimbu della Nuova Guinea: hanno valutato lo stato di azioni e obbligazioni, le prime sostenute più dalla liquidità che dagli utili, le seconde al termine di un ciclo eccezionalmente favorevole durato più di trent’anni, e sono corsi ai ripari adottando strumenti alternativi.

Ma per tanti investitori-Chimbu ci sono altrettanti, se non di più, investitori-Daribi, indifferenti all’elicottero che volteggiava sopra il villaggio o, fuor di metafora, ancora convinti che i rendimenti modesti o azzerati siano un fenomeno temporaneo per cui, come il giunco del proverbio siciliano, sia sufficiente chinarsi ed aspettare che passi la piena.

Non è così, non stiamo vivendo fenomeni temporanei bensì un tempo di accelerazioni e trasformazioni senza precedenti. Prima ci rendiamo conto che le contraddizioni sono già entrate anche nei portafogli d’investimento, prima si adotterà il giusto atteggiamento mentale per corretti comportamenti allocativi. Keynes diceva che “la difficoltà non sta nel credere alle nuove idee ma nel liberarsi di quelle vecchie”.

Avremo occasione di parlarne direttamente con Lars Jaeger il prossimo 4 ottobre a Milano, al Liquid Alternative Day di GAM [\(iscriviti qui\)](#).



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.



L'ALPHA E IL BETA

18 luglio 2016

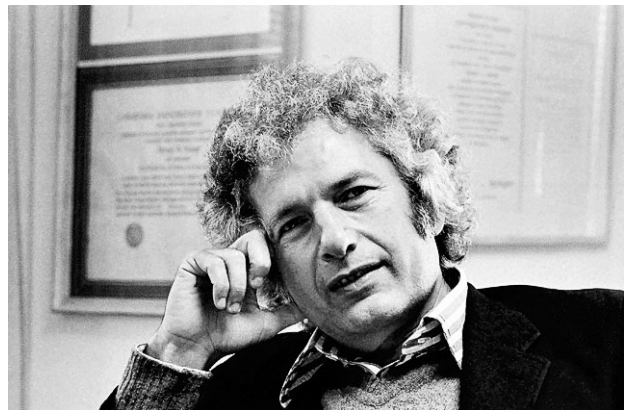
My city of ruins

Nella visione d'insieme di uno scenario complesso Brexit costituisce un episodio di primaria importanza, ma è pur sempre uno degli alberi della foresta

E siamo appena a luglio, di questo 2016 bisesto!

Evidentemente gli astrologi si sono sbagliati anche questa volta, non siamo entrati nell' "Età dell'Acquario", tempo di armonia e bellezza, ne siamo anzi ben lontani.

Sta accadendo di tutto, e tutto sta accadendo in fretta. Nemmeno il tempo di metabolizzare l'esito del referendum inglese e arriva un "uno-due" da ko e fine incontro. I drammatici fatti di Nizza riportano sulle prime pagine l'orrore del terrorismo, il tentativo di colpo di stato ad Ankara avrà come probabile esito la concentrazione del potere nelle mani di Erdogan e la radicalizzazione della sua azione di governo. La deriva autoritaria in Turchia sarà una nuova complicazione al puzzle diplomatico in Siria e un ostacolo alla gestione della crisi dei migranti che sta squassando gli equilibri politici europei. Dietro l'angolo ci sono le elezioni in Austria, con la possibilità di successo della destra euroscettica, e le elezioni negli Stati Uniti. In questi giorni a Cleveland si svolge la Convention repubblicana, l'elezione di Donald Trump a presidente entra ufficialmente nel novero delle possibilità. Nel 2017 si svolgeranno le elezioni in Francia e in Germania, la paura del terrorismo sarà vento nelle vele dei movimenti più radicali ostili all'Europa, convitato di pietra che fa perdere voti.



Joseph Heller (1923 – 1999), autore del best seller Comma 22, una denuncia ironica e amara della guerra. Heller fu arruolato in aeronautica nella Seconda Guerra Mondiale sul fronte italiano, a bordo di un bombardiere B-25.

In tutto questo scompiglio, c'è chi si chiede se Brexit costituisca un altro "momento Lehman". Un episodio di Comma 22, il romanzo di Joseph Heller ironica denuncia della guerra, può aiutare a capire.

C'è un aviare ferito, il suo bombardiere è stato raggiunto dal fuoco della contraerea e un proiettile lo ha colpito alla coscia sinistra. La ferita non è grave, un altro membro dell'equipaggio lo sta medicando, Snowden dovrebbe farcela. Ma sente freddo, è pallido e debole nonostante la ferita non sia grave. Yossarian, il protagonista del romanzo, lo sta medicando con meticolosità, ha tagliato la tuta di volo, ha applicato il laccio emostatico, disinfettato i bordi della lacerazione, applicato le garze. "Ho freddo, ho freddo" continua a lamentarsi Snowden.

"Andrà tutto bene amico, è tutto sotto controllo" gli ripete Yossarian. Ma il ferito continua a scuotere la testa debolmente, sempre più pallido. Yossarian nota un rivolo di sangue sotto il braccio, lo solleva e lancia un urlo di orrore vedendo la vera ferita, uno squarcio nel lato sinistro del torace che si allarga alla schiena. Yossarian, paralizzato dalla repulsione, non riesce a fare niente di meglio che coprire la ferita con il telo del paracadute mentre il compagno continua a mormorare, sempre più debolmente, "ho freddo, ho freddo".



Brexit è un fatto dirompente nella politica europea ma prestarvi un'attenzione esclusiva significa correre lo stesso rischio di Yossarian, medicare la gamba senza accorgersi della ferita al torace.

Davvero Brexit è un nuovo "momento Lehman"? Probabilmente nessuno è in grado di rispondere con accettabile approssimazione, ma non dimentichiamo che Brexit si inserisce in un contesto già segnato da valutazioni eccessive, da attese di utili modeste, da elevata incertezza politica, dai timori sulla sicurezza.

Gli attentati raramente hanno una diretta relazione con i mercati finanziari ma la paura e l'insicurezza rinsaldano la tentazione dei muri e degli isolazionismi, favoriscono il consenso ai partiti euroscettici, un pericolo per la moneta unica più insidioso della crisi del debito greco nel 2012.

Probabilmente Brexit non è causa di un innalzamento del rischio sistemico, semmai un catalizzatore di rischi già presenti. Del rischio percepito nel sistema bancario europeo abbiamo parlato la settimana scorsa (L'Alpha e il Beta del 11.7.2016). Robert Engle, premio Nobel per l'Economia, ha elaborato un indice sulla rischiosità sistemica delle banche. L'indicatore, messo a punto da Engle con i ricercatori dello Stern Volatility Institute dell'Università di New York, non utilizza i valori di bilancio delle banche e delle istituzioni finanziarie ma i loro prezzi di borsa.

La logica sottostante è che coloro che investono in azioni guardano avanti, basano le scelte sulle valutazioni di dinamiche future, i prezzi di borsa sono misura di tali attese, indicatori della mutevole percezione del mercato della solidità dei bilanci bancari. L'indice SRISK del NYU Stern Volatility Lab stima la diminuzione del capitale in caso di grave crisi, l'idea è misurare la debolezza patrimoniale di intermediari finanziari di dimensioni tali da costituire rischio sistemico.

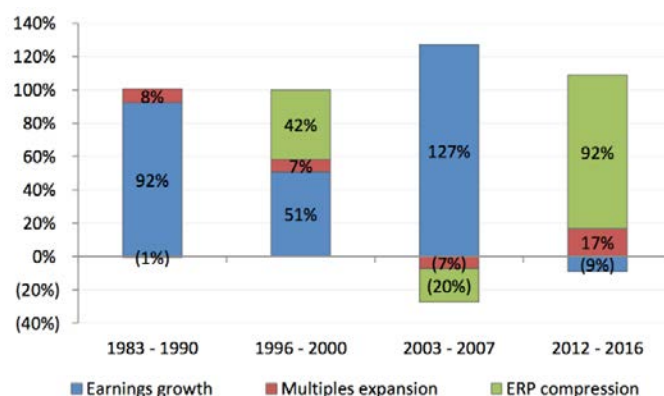


SRISK di Stati Uniti e Europa al 30.6.2016, in miliardi di dollari (fonte NYU Stern Volatility Lab)

Gli attuali livelli dell'indice SRISK dello Stern Volatility Lab sono inferiori ai massimi del 2009 e del 2012 ma molto superiori ai valori di dieci anni fa. Esiste una "questione banche", ed è nell'agenda dei leader europei in queste ore, probabilmente non esiste una "questione Brexit" per quanto riguarda i rischi sistemici, continuare a concentrarsi sulla sola Brexit sarebbe come osservare l'albero e perdere di vista la foresta, medicare la gamba e non accorgersi della ferita al torace.

Brexit ha concorso al già lento cammino di normalizzazione dei tassi americani, con sollievo di Cina ed economie emergenti, ma non altera uno scenario globale in cui i profitti attesi di "Corporate America" sono modesti (e le valutazioni elevate), non convince la crescita dei profitti in Europa, innervata da rischi politici assortiti.

Questo tempo così strambo esige autocontrollo, le risposte emotive sono sempre sbagliate, nella politica come nel portafoglio. In entrambi gli ambiti si devono evitare eccessi di reazione. Nei portafogli significa, sostiene Larry Hatheway di GAM, "concentrarsi sugli impatti di lungo periodo sui premi al rischio, sulla crescita del PIL, sulle risposte politiche, sugli utili aziendali". Nel sorprendente recupero delle borse a dispetto degli utili aziendali sono entrati in gioco due fattori, tra loro legati. Il primo è il cosiddetto "effetto TINA", There Is No Alternative. In effetti non ci sono molte alternative all'investimento azionario quando migliaia di miliardi di obbligazioni offrono rendimenti modesti o addirittura negativi.



Contributo ai rally dello S&P500: in passato la determinante è stata la crescita degli utili, in blu, nell'ultimo rally la determinante è stata la contrazione dell'Equity Risk Premium, in verde (fonte: Haver Analytics, Deutsche Bank).

Gli analisti di Deutsche Bank stimano che il premio al rischio sia ancora un 2% sopra la media storica degli ultimi 30 anni, dunque ci sarebbe spazio per una ulteriore gamba di rialzo di 200 punti.

Ma le attese sugli utili, dicevamo sopra, restano grame, il secondo trimestre 2016 potrebbe essere il quarto consecutivo di utili societari al di sotto delle attese, autentica insidia al proseguimento del rally azionario.

Siamo del parere che sia sempre buona norma ancorare le aspettative su indici e titoli alle attese sugli utili, non perdere di vista i fondamentali. Su questo convincimento fonda la nostra posizione di prudenza: peso neutrale delle azioni con preferenza ai settori difensivi, selezione intelligente di obbligazioni, ad esempio emissioni emergenti o il debito mezzanino e junior di emittenti a elevato rating, investimenti "liquid alternative", strategie non direzionali.



L'Alpha e il Beta mescola spesso diverse grammatiche, economia e finanza ma anche arte e letteratura. In questo lunedì che segue fatti drammatici è di conforto la grammatica della musica, alcuni versi di Bruce Springsteen che ha appena terminato la tripletta italiana dei due concerti a Milano e a Roma, tre grani di un lungo rosario di eccezionali performance.



Bruce Springsteen a Milano, 3 luglio 2016

“now the sweet bells of mercy
drift through the evening trees
young men on the corner
like scattered leaves ...
My city of ruins
Come on, rise up!”

“Ora i dolci veli della misericordia si muovono lentamente tra gli
alberi della sera, giovani uomini all'angolo come foglie sparse ...
mia città di rovine, forza, risolleghiamoci!”



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguitemi 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.

Copyright © 2016 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



L'ALPHA E IL BETA

30 maggio 2016

Questa frase è falsa

Nel mondo capovolto ricco di paradossi, ce n'è uno che interpella direttamente il risparmiatore

“Tutti i cretesi mentono”. Se a pronunciare la frase è un cretese si entra immediatamente in un paradosso. Se pensiamo che la frase sia vera, allora è vero che il cretese che la pronuncia è un mentitore. Ma allora l'affermazione è falsa!

Dai tempi di Epimenide di Creta, al quale è attribuita la paternità del paradosso del mentitore, questo rompicapo logico ha affascinato filosofi e matematici. Il matematico inglese Philip Jourdain lo riformulò nel 1913 introducendo la referenzialità circolare tra due affermazioni: “la frase seguente è falsa” e “la frase precedente è vera”.

Non se ne esce, ma il bello del paradosso è proprio questo, intrappolare il senso comune in un corto circuito logico. Dal greco “para” (contro) e “doxa” (opinione) il paradosso è sfida al senso comune, trappola logica del pensiero. Un'opinione accettabile (i cretesi mentono) si infila nel vicolo cieco di una conclusione inaccettabile.

I filosofi parlerebbero di rapporti tra logica ed ontologia, noi più semplicemente diremmo che le regole del ragionamento non spiegano sempre e completamente la realtà, il ragionamento talvolta può incepparsi, per cui Achille imprigionato nel paradosso logico non raggiungerà mai la tartaruga, ma nel mondo reale Achille la raggiunge in due salti.



E' una pipa? O piuttosto una illustrazione? La rappresentazione non è la realtà (Magritte 1926)

Ispirato dalle immagini incongrue dell'artista olandese Escher, un fisico inglese ha ideato il triangolo impossibile, una figura in cui ciascun angolo è rappresentato correttamente ma l'insieme, come in una stampa di Escher, offre la rappresentazione paradossale ed impossibile di un triangolo la cui somma degli angoli interni è di 270 gradi.



Il triangolo impossibile di Roger Penrose (British Journal of Psychology, 1958)

Escher, Magritte, Penrose e tutti i filosofi che si sono esercitati con i paradossi ci avvertono soprattutto di una cosa, che la rappresentazione non coincide con la realtà, la logica è costretta talvolta ad arrestarsi davanti a conclusioni inaccettabili. Eppure anche la realtà procede secondo le sue regole ed anche con paradossi molto concreti. Eccone qualche esempio.

Il paradosso del petrolio

Dagli anni '70 in avanti, il petrolio è sempre stato la pistola puntata alla tempia delle fasi di crescita economica, un suo aumento significava maggiori costi e inflazione. Al contrario, il greggio a buon mercato era un'ottima notizia per i paesi importatori: risparmiare sui costi dell'energia voleva dire allontanare i rischi di inflazione, iniettare fiducia nelle famiglie, che consumavano, e nelle imprese, che investivano. In altre parole, prezzo basso del greggio era sinonimo di espansione.

Nel mondo alla rovescia anche questa certezza si è ribaltata, la diminuzione del prezzo prima ha fatto impensierire per gli investimenti del settore messi a rischio, poi ha fatto preoccupare per i destini dei paesi esportatori, indebitati ed esposti al doppio effetto di prezzo del greggio basso e del dollaro forte. Aveva ragione Oscar Wilde che diceva "attento a ciò che desideri, perché potresti ottenerlo".



Correlazione prezzo del petrolio e indice S&P 500 dal 2007 ad oggi (Rolling 6 mesi, Bloomberg)

Il prezzo del petrolio non è mai stato il risultato del gioco tra domanda e offerta, ed anche nel lato dell'offerta le dinamiche sono politiche, non economiche. Difficile immaginare un proseguimento della crescita del prezzo nel medio termine, tenendo anche conto della capacità inutilizzata per le crisi politiche (ad esempio la Libia).

Il paradosso delle banche centrali

Istituite a garanzia della stabilità del sistema finanziario e dei prezzi, le banche centrali hanno avuto nell'inflazione uno storico nemico da combattere con tutte le forze. La lotta fu particolarmente cruenta negli anni '70, quando nei telegiornali si usava l'espressione "l'idra dell'inflazione" per far capire a tutti gli italiani che era proprio un fenomeno funesto, da contrastare con tutti gli strumenti disponibili. Era anche un modo dissimulato per esortare alla moderazione salariale.

Nel mondo rovesciato le banche centrali cercano, da anni, di procurare inflazione al sistema. Anche qui un paradosso: per scongiurare i rischi di avvistamenti deflattivi, le banche centrali devono convincere mercati e pubblica opinione che stanno facendo di tutto per far tornare l'inflazione e, nello stesso tempo, restando fedeli al mandato di mantenere prezzi stabili.

Per cercare di raggiungere l'obiettivo di un'inflazione prossima al 2% sono state attuate manovre espansive senza precedenti e attuate misure mai sperimentate in passato. In una sorta di escalation, prima i tassi a zero, poi i piani straordinari di Quantitative Easing, poi i tassi negativi e adesso si parla dell'arma "finedelmondo" dell'Helicopter Money, denaro contante messo nelle tasche dei contribuenti.



Le previsioni dell'inflazione nell'Eurozona (Fonte: BCE, marzo 2016)

Il paradosso dei tassi negativi

Hans Peter Christensen forse non entrerà nei manuali di economia ma certamente in qualche almanacco delle curiosità. Perché non è da tutti vedersi riconoscere dalla propria banca un assegno di 249 corone, una quarantina di euro, a titolo di interesse negativo sulla rata trimestrale del mutuo. La Danimarca è da tempo nel territorio inedito dei tassi negativi ma un mutuatario che riceve un vero e proprio assegno è davvero la plastica raffigurazione di un mondo capovolto. Se da lato dei prestiti le banche sottraggono anziché aggiungere l'Euribor allo spread per calcolare il costo del mutuo, i risparmiatori fanno i conti con rendimenti negativi delle obbligazioni. In Italia l'ultima asta dei BOT a sei mesi ha registrato un nuovo record, -0,262%, nove centesimi in meno rispetto all'emissione precedente. Non solo, la domanda per pagare il privilegio di prestare denaro alla Repubblica Italiana è stata di 1,63 volte l'offerta. E' il risultato dei rischi di deflazione, i tassi negativi servono per tenere debole la valuta e favorire il ritorno dell'inflazione che però, se ripartisse, manderebbe in crisi le attuali allocazioni dei portafogli. Ed anche questo è un paradosso.

Il paradosso del risparmiatore

L'ultimo paradosso riguarda il risparmiatore, che non può pensare che il proprio patrimonio resti estraneo alle contraddizioni di questo tempo, come una monade con la sua attività interna e impermeabile ai fattori esterni. Al contrario, anche i portafogli d'investimento sono stati letteralmente travolti dalla velocità e dalla brutalità del cambiamento.

Il paradosso del risparmiatore è che per avere sicurezza di rendimento deve rinunciare alla sicurezza. Naturalmente non è affar semplice, è un salto culturale: la rinuncia alla tradizionale protezione offerta dai titoli governativi deve essere assistita da una rete di sicurezza sostenuta da quattro robusti paletti.



Il primi due paletti sono familiari: congruo orizzonte temporale e la più ampia diversificazione di mercati, strumenti, gestori. Da quando vennero elaborati i primi enunciati della moderna teoria del portafoglio sono stati compiuti enormi passi avanti nel perfezionamento dei modelli, via via integrati con crescente complessità matematica. Ma i due principi fondamentali dell'orizzonte temporale e della diversificazione del portafoglio non sono mai stati messi in discussione.

Il terzo paletto, altrettanto decisivo, è l'esperto di fiducia. Scambiare le proprie opinioni con un consulente è motivo di conforto: si evitano i rischi di scelte avventate e, soprattutto, si assumono scelte coerenti con gli obiettivi del risparmio. In uno scenario così complesso "è pazzesco pensare di farcela da soli" scrive David Swensen.

Il quarto paletto della rete messa a protezione del "nuovo risparmiatore" nel salto dalle obbligazioni governative alla diversificazione del portafoglio è la chiara definizione delle finalità del risparmio. La suddivisione per conti mentali risponde ad una elementare regola di efficienza: gli strumenti finanziari che garantiscono la liquidità in caso di sostituzione di un elettrodo-

mestico sono diversi da quelli finalizzati, ad esempio, agli studi universitari di una figlia o di un figlio appena nati (vedi anche L'Alpha e il Beta del 8.2.2016).

Sono questi i quattro paletti della rete di protezione nel paradosso della sicurezza di rendimento in cambio della rinuncia alla sicurezza, tutto sommato nemmeno il peggiore dei tanti paradossi con cui facciamo i conti in questo mondo alla rovescia.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.



L'ALPHA E IL BETA

16 maggio 2016

“What Investors Want”

“Cosa vogliono gli investitori”. Nella relazione annuale il Presidente della Consob Vegas ha ricordato che le nuove sfide del risparmio gestito si spostano sul terreno della fiducia e della trasparenza

Jeremy Bentham doveva essere un buontempone. Filosofo e giurista, lasciò dettagliate istruzioni che alla sua morte il suo corpo venisse imbalsamato, vestito di tutto punto, messo a sedere su uno sgabello e posto in una teca trasparente, ancora oggi visibile al pubblico in una sala dell'University College di Londra. Il suo nome è legato alla corrente di pensiero detta “utilitarismo” e a un'originale struttura carceraria “economica e funzionale”. Di forma circolare, il Panopticon di Bentham consente ad una sola guardia il controllo di tutti i carcerati. La pervasiva sorveglianza del Panopticon ispirò il romanzo “1984” di George Orwell ed è divenuta metafora della modernità, dove è fuggevole il confine tra pubblico e privato, dove le tracce elettroniche del privato diventano impronte pubbliche, il privatissimo è esibito sui social.



Il corpo di Jeremy Bentham (1748 – 1832) imbalsamato e custodito in una teca di vetro all'University College di Londra

Diaphanos è la parola greca che significa trasparente, composta dalla preposizione “dia”, attraverso (in latino “trans”), e dal verbo “phaino” (“pareo” in latino), con il duplice significato di far vedere e di esser visti, mostrare e mostrarsi. Viviamo la civiltà della diafania, della trasparenza, assurta a valore qualificante: il vetro della bottiglia mostra il colore di un vino o di un olio, i dettagli sulla filiera di un prodotto alimentare o sulla composizione di un farmaco consentono consumi responsabili. Michela Marzano, nel suo *Avere fiducia* (2012) ricorda l'idea pessimistica che i filosofi francesi del XVII secolo avevano della società, nella quale gli individui, privi di fiducia in se stessi, sono incapaci di provare fiducia per gli altri. Eppure “la fiducia è il cemento delle nostre società ... una società senza fiducia è una società senza ossatura”. A proposito di trasparenza la Marzano osserva che “più si cerca di rendere ‘trasparente’ la gestione della cosa pubblica, più si solleva sospetto e sfiducia”. Capita che il desiderio di trasparenza assuma caratteristiche ossessive: nel marzo 2013 le dirette streaming degli incontri tra forze politiche per la formazione del governo garantivano trasparenza ma non qualità. In quell'occasione molti osservarono come la diretta delle riunioni non significasse necessariamente veridicità. Ciò che appare, anzi “traspare”, non è detto favorisca la piena comprensione di ciò che sta davvero accadendo, è impossibile distinguere la sincerità di gesti e parole da ciò che invece è intenzionalmente rivolto ad un preciso segmento di ascoltatori.

L'esigenza sempre più avvertita di trasparenza porta alla formazione di regole e norme sempre più numerose, sempre più dettagliate. “Un eccesso di informazioni equivale quasi sempre a una carenza di informazioni” ha detto il presidente della Consob Giuseppe Vegas nella relazione annuale presentata la scorsa settimana. Un numero soverchiante di regole e dettagliatissimi prospetti non hanno impedito i frequenti tradimenti del risparmio.

“La trasparenza, da sola, non è sufficiente a tutelare l'investitore” ha continuato Vegas, la trasparenza non si autogiustifica, ha bisogno di regole di correttezza, di relazioni basate sulla fiducia. Il presidente della Consob ha fatto riferimento anche a commissioni “non effettivamente correlate al rendimento del fondo o che possano costituire un incentivo all'assunzione di rischi eccessivi, non coerenti con il profilo della clientela”.

Le commissioni a performance citate da Vegas sono in realtà il risultato di un principio sano, parte del guadagno del gestore è commisurato al guadagno dell'investitore, allineati entrambi dalla stessa parte.

Ma Vegas ha ragione se si riferisce a commissioni a performance calcolate su base mensile, con benchmark incongrui, prive del principio dell'high water mark, forma di salvaguardia e tutela dell'investitore. In Italia il risparmio delle famiglie costituisce uno storico, prezioso asset troppe volte tradito. La posizione finanziaria media delle famiglie si è rafforzata, le famiglie indebitate beneficiano dei bassi interessi, è cresciuta la ricchezza finanziaria (+1,8%, pari a oltre 70 miliardi di euro nei primi nove mesi del 2015) "principalmente per effetto dell'aumento del prezzo delle attività, prosegue la diversificazione dei portafogli guidata dalla ricerca di combinazioni più efficienti di rischi e rendimenti". Le parole dell'ultimo rapporto di Banca d'Italia sulla stabilità finanziaria spiegano con esattezza le ragioni della raccolta record segnata dal risparmio gestito nel 2015. Con essa crescono anche le responsabilità dell'industria, trasparenza e fiducia sono già oggi la nuova frontiera, decisive quanto i risultati di performance.



Augusto Garau, Ambiguità e trasparenza (1984)

Sono rivelatori i risultati di una recente ricerca promossa dal CFA Institute, "Dalla fiducia alla lealtà" ("From Trust to Loyalty: A Global Survey of What Investors Want", 2016), un'indagine globale sulla fiducia degli investitori. Rispetto alla medesima indagine condotta nel 2013 il nuovo studio rileva come sia aumentata la fiducia degli investitori in case di gestione (e consulenti) ma con essa sono aumentate anche le aspettative. La maggiore distanza tra ciò che gli investitori vogliono, siano essi soggetti istituzionali o singoli individui, e ciò che realmente ottengono è soprattutto nelle strutture dei costi e nei conflitti di interesse. I risparmiatori vogliono al proprio fianco professionisti di cui possano fidarsi e dai quali si attendono "maggiore trasparenza e comunicazione, soprattutto nei momenti di mercati volatili".

E' questo il fronte in cui si gioca una sfida decisiva. La performance resta naturalmente centrale per il 53% degli investitori individuali e il 60% degli istituzionali, ma tra le ragioni della fedeltà ad una società di gestione o a un consulente seguono a ruota l'aumento dei costi, le violazioni della riservatezza, l'insufficienza delle comunicazioni. E' importante anche la sicurezza, il 45% degli investitori istituzionali e il 43% dei privati cambierebbe società di gestione nel caso fosse compromessa la salvaguardia dei propri dati confidenziali. Anche nell'asset management gli aspetti della cybersecurity stanno evidentemente acquistando rilevanza.

Dunque non solo performance, investitori sempre più esigenti chiedono di essere ascoltati e capiti. La ricerca del CFA Institute mostra che la gran parte degli intervistati nel mondo anglosassone (81% Canada, 73% USA, 69% UK) ritiene che nei prossimi tre anni continuerà ad essere indispensabile la guida di un consulente professionale. Al contrario, molti degli intervistati in India (64%), Cina (55%) e Singapore (50%) pensano che l'accesso a più sofisticate piattaforme tecnologiche metta in grado di condurre al meglio le proprie strategie. Vorrà dire che i consulenti asiatici (oppure occidentali intraprendenti) dovranno accontentarsi di tutti gli altri, qualcosa come qualche centinaio di milioni di potenziali clienti!

Rimanendo nel nostro emisfero, la formazione, il servizio, il riconoscimento del marchio costituiranno il discrimine del successo per case di gestione e consulenti finanziari.

“
**Transparency and
 consistent communication
 are more important
 than ever in the client
 relationship.**”

"In una relazione professionale trasparenza e dialogo costante sono diventati più cruciali che mai" (Fonte: CFA Institute, Trust to Loyalty Survey 2016)

Noi in GAM ne siamo convinti da tempo e a breve torneremo a lavorare sugli aspetti più importanti della fiducia nella relazione professionale tra consulente e risparmiatore. Perché quando i movimenti brutali dei mercati faranno tornare la paura, la fiducia e la solidità della relazione saranno il potente ancoraggio che assicura e rassicura.





Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2016 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



L'ALPHA E IL BETA

9 maggio 2016

L'invenzione della leva

Dopo mesi di tribolazione le banche e i crediti in sofferenza restano al centro dell'attenzione. E' verosimile pensare che la redditività del settore resti ancora modesta ma azionista e obbligazionista hanno due punti di osservazione molto diversi

“La mercatanzia e ogni arte n'abassò e venne in pessimo stato ... le piccole compagnie e singolari artefici fallirono in questi tempi”. In altre parole, l'attività economica era crollata per il violento credit crunch innescato dalla bancarotta di due delle banche più importanti del territorio.

Se non fosse per il linguaggio, sembrerebbe una cronaca di queste settimane. Invece siamo nella Firenze della prima metà del Trecento, il racconto è di Giovanni Villani, mercante con la passione del giornalismo, e le due grandi banche del territorio sono le famiglie dei Peruzzi e dei Bardi, travolte dall'insolvenza della corona inglese. Come nelle crisi di oggi, il fallimento dei Bardi e dei Peruzzi fu il culmine di squilibri che si sommarono all'insolvenza di Edoardo III e, insieme, fu amplificatore di nuove instabilità. Il crollo delle due grandi famiglie coinvolse le altre numerose attività di credito e pegno, l'intera città precipitò in una gravissima crisi. “Fu alla città di Firenze maggior ruina e sconfitta che nulla mai avesse il nostro comune” conclude il Villani, riportato da Carlo Cipolla ne “Il fiorino e il quattrino. La politica monetaria a Firenze nel 1300”. Furono centinaia le anonime, piccole vittime di un disastro finanziario che determinò la paralisi economica. E poiché le cattive notizie non vengono mai da sole, di lì a poco si verificarono una carestia e l'anno dopo, il 1348, l'epidemia di peste che avrebbe decimato la popolazione europea.



Quentin Metsys, Il Cambiavalute e sua moglie, 1514 (Museo del Louvre)

Se Firenze, Siena o Venezia avevano sistemi finanziari autonomi, a far circolare il credito nel resto d'Europa pensavano i lombardi, termine che comprendeva tutti i piccoli operatori del credito provenienti dall'Italia settentrionale. A Parigi ancora oggi tra Rue de Rivoli e il Centro Pompidou c'è Rue des Lombards e nel cuore della City a Londra Lombard Street, sorta sul terreno che Edoardo I aveva assegnato ai mercanti-banchieri italiani per svolgere le loro attività.

In breve, le prassi dei banchieri italiani divennero modello per le città del Nord Europa e alla grande stagione italiana subentrò il dominio finanziario di inglesi, olandesi e svedesi. Nel Seicento tre episodi segnarono l'inizio della storia finanziaria moderna. Nel 1609 ad Amsterdam venne creata la Wisselbank, banca pubblica con il compito di garanzia degli scambi commerciali, primi tentativi di regolamenti anche valutari senza passaggio di denaro. La Wisselbank ebbe un ruolo cruciale nell'affermazione politica e commerciale dei Paesi Bassi fino al 1650 quando la scena finanziaria venne occupata da Londra. La seconda novità accade in Svezia dove nel 1668, sotto lo stretto controllo del Parlamento, nasce la Riksbank, la più antica banca centrale del mondo. A differenza della Wisselbank, la banca svedese aveva la facoltà di prestare denaro in eccesso rispetto alle riserve monetarie: nasce la nozione delle riserve frazionali, una formidabile spinta allo sviluppo economico, l'equivalente finanziario dell'invenzione della macchina a vapore. Prestiti eccedenti le riserve effettivamente conservate nei forzieri fecero parimenti nascere il rischio sistemico della corsa agli sportelli.

Il terzo fatto che segna l'inizio della storia della finanza moderna è la nascita della Banca d'Inghilterra nel 1694. Lo scopo iniziale era quello di finanziare le campagne militari della corona ma via via vennero conferiti privilegi esclusivi rispetto alle altre istituzioni finanziarie. Queste prime istituzioni finanziarie danno origine alla leva creditizia e alla "moneta ad alto potenziale", la base monetaria che si amplia attraverso il meccanismo del credito bancario. Questi grossolani cenni storici sono sufficienti per rilevare la distintiva peculiarità del "fare banca", il ruolo nevralgico del credito in un sistema economico complesso, la specificità della merce "denaro" rispetto a qualsiasi altra merce. In queste settimane è stato detto molto, e molto si continuerà a dire, sulle questioni relative al sistema bancario italiano ed europeo. Dopo mesi di tribolazione le banche sono ancora al centro della bufera con i crediti in sofferenza, definiti "non performanti" da un acronimo indulgente (NPL, Non Performing Loans). Molta attenzione è stata riservata allo strumento creato per alleviarne il peso sui bilanci, il fondo Atlante. Sul nuovo strumento e i suoi limiti molto è stato scritto e detto. Forse non è la migliore risposta, probabilmente è la migliore risposta possibile nelle condizioni date. Proviamo l'esercizio controfattuale di immaginare l'esito dell'aumento di capitale di un'importante banca italiana senza il sostegno di Atlante: avrebbe costretto all'intervento un grande gruppo bancario innescando imprevedibili effetti sistemici. E' un'opzione "second-best" ma "nella migliore delle ipotesi tutto è un second-best" scrive il professor Avinash Dixit di Princeton (dixit Dixit, è il caso di dire).



Lombard Street all'inizio del Novecento. Le insegne in ferro ed ottone visibili ancora oggi rappresentavano l'attività delle diverse famiglie (fonte HistoryLondon)

Del resto le cose non vanno meglio oltre confine, i risultati trimestrali di grandi istituti internazionali al di sotto delle attese hanno riportato se non altro a considerare con occhi equanimi il settore bancario italiano: le prospettive di utili sono grame da noi, sopra le Alpi e parimenti dall'altra parte dell'Atlantico. Negli ultimi mesi si è perfezionata una vera e propria rotazione geografica con la brillante performance dei titoli finanziari nelle aree emergenti, mediamente attorno a +2% in valuta locale da inizio anno, a fronte della performance deludente dei finanziari europei, giù di circa il 18%.

Il concetto di rotazione settoriale è intuitivo, non sono necessarie conoscenze specifiche per sapere, anche per esperienza diretta, che l'attività economica si muove a fasi, in crescita o in declino in una costante alternanza di stagioni irregolari. Le diverse fasi del ciclo economico avvantaggiano o indeboliscono settori diversi, non piove sempre e dappertutto. Il fenomeno ricorrente della rotazione ha dato origine alle strategie "sector rotation", tra le più rischiose nella classifica delle strategie azionarie perché l'economia non è una scienza deterministica, quasi mai le cose accadono secondo i piani e le previsioni.



Accade così che la rotazione settoriale alle volte abbia poco a che fare con le regole e molto con la psicologia. A farne le spese le strategie settoriali, certo, ma anche quelle tecniche di gestione che neutralizzano la direzionalità con coppie di titoli in opposizione "long/short". In altre parole sono quelle strategie che sterilizzano l'effetto mercato, nel male e nel bene, concentrando il proprio risultato nella differenza di prezzo tra un titolo in acquisto, ritenuto sottovalutato, e un titolo in vendita, il cui prezzo si ritiene destinato a scendere. Da tempo i titoli "short", ovvero la parte in vendita, appartengono in larga parte a società emergenti che, lo abbiamo ricordato, hanno avuto performance positive a dispetto delle evidenze fondamentali ancora fragili.

Ma nel lungo termine i fondamentali tendono ad avere la meglio, i mercati sono delle grandi bilance, diceva Benjamin Graham, nel lungo termine apprezzano la sostanza di una società. Il messaggio è chiaro, l'unica cosa importante è la reale solidità dei fondamentali (di una società, di un paese) destinati alla lunga a prevalere sul nervosismo dei movimenti di prezzo nel breve termine. Probabile che il picco della rotazione sia alle spalle e che il fenomeno si esaurisca in pochi mesi. Sarebbe però azzardato pensare ad un recupero a breve della redditività del settore finanziario. Il ritorno sul capitale (il ROE, "Return on Equity"), in parole povere quanto rendono i soldi messi su un certo investimento, è destinato a rimanere sugli attuali livelli, modesti, a motivo del più basso livello di leverage al quale il settore opera ormai strutturalmente, la metà rispetto al 2007. La redditività si contrae anche per la minore profittabilità: con il volume degli impieghi calano i margini per la pressione dei tassi negativi e calano le relative commissioni. Minori commissioni sono previste anche dal Regolamento Europeo sull'Interchange Fee, operativo da pochi mesi, che pone un tetto massimo alle commissioni di servizio sugli acquisti effettuati con carte di credito.

La redditività resterà dunque modesta ancora a lungo ma, al solito, attenzione alle conclusioni affrettate, il sistema nel suo complesso è solido, il fondo Atlante concorre alla sua stabilità, dal 2008 a oggi gli istituti di credito hanno migliorato la patrimonializzazione e pulito i trading book, gli stress test hanno fotografato un sistema in sostanziale equilibrio. Nell'Alpha e il Beta del 4 aprile scorso facevamo riferimento ai rischi del sistema finanziario americano, i requisiti di capitale e il costo del credito, cioè gli accantonamenti a copertura degli impieghi, destinati verosimilmente a crescere dall'attuale media di 0,40% a circa 1%, livello della media storica. E' verosimile immaginare che nell'arco dei prossimi 12-18 mesi il sistema europeo dovrà fronteggiare lo stesso problema. Ricordavamo però anche le differenze tra la prospettiva e le attese di un proprietario (l'azionista) e quelle di un creditore (l'obbligazionista). La debole redditività futura impensierisce ma a dispetto dei risultati modesti, finché i bilanci sono sufficientemente a posto il detentore di obbligazioni può lasciare i crucci all'amico che ha preferito le azioni.

Anzi, in un mercato avido di rendimenti, le obbligazioni subordinate acquisiscono particolare vantaggio. L'emittente deve remunerare un interesse più elevato per i maggiori rischi delle obbligazioni mezzanine o junior, ma nel tempo i ratio patrimoniali sono cresciuti riducendo significativamente il rischio default. In altre parole, è cresciuto il profilo rischio/rendimento di questo particolare segmento di mercato, interessante agli occhi di investitori in cerca di rendimenti superiori, disposti ad un rischio maggiore ma ancora tollerabile.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguitemi 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.



L'ALPHA E IL BETA

28 marzo 2016

Una partita a golf

Una partita a golf trasforma la vita di tre amici, le loro vicende personali si mescolano agli eventi della storia di Cuba. Storie di trasformazioni e di resistenza al cambiamento, nella vita come nello scorrere del tempo, in un'isola dove sembra che il tempo si sia fermato.

Il desiderio di cambiare è una delle costanti della psicologia umana. Quante volte ci si propone di cambiare vita, lavoro, città oppure, più modestamente, abitudini alimentari. E quante volte accade che i buoni propositi restino tali, non si trasformino in decisioni! La ragione è che la resistenza al cambiamento è una formidabile difesa psicologica del nostro equilibrio ma alle volte gioca "contro", diventando un ostacolo difficile da superare. Per questo il più delle volte i cambiamenti sono indotti dal mutare delle circostanze, da fattori esterni. Accade che per molti il cambiamento di vita sia provocato dalla grande Storia, presi dentro gli eventi che trasformano le epoche e i destini delle nazioni. Come è accaduto all'architetto Roberto Gottardi, classe 1927, la cui vicenda biografica si è intrecciata con la storia della rivoluzione cubana. Nel 1961 il giovane Gottardi non lo poteva sapere ma una partita a golf avrebbe trasformato la sua vita. Fidel Castro e Che Guevara si ritrovarono in quell'anno all'Havana Country Club per giocare una partita accompagnati dalle sole guardie del corpo, da due caddy e dal fotografo ufficiale. L'assenza di giornalisti e testimoni era probabilmente dovuta al fatto che nessuno dei due era un buon giocatore. Al termine della partita Fidel Castro dichiarò con baldanza di essere in grado di battere il presidente Kennedy, lui sì buon giocatore, ma i giornalisti seppero dai caddy che i due avevano terminato il percorso tirando più del doppio dei colpi necessari.



Fidel Castro e Che Guevara al Colinas de Villareal Golf Club, 1961 (fonte Alberto Korda, Corriere)

Durante la partita Fidel e il Che parlano di politica, discutono di come dare stabilità al giovane governo rivoluzionario al potere da appena due anni. Si trovano d'accordo sulla necessità di gesti anche simbolici, ad esempio, perché non trasformare quel circolo del golf, un tempo esclusivo, in un centro culturale aperto a tutti gli studenti dell'America Latina, dell'Africa, dell'Asia? L'intuizione di Castro e Guevara divenne un progetto ambizioso, costruire Scuole Nazionali delle Arti destinate a diventare il centro culturale più importante dell'America Latina e dei paesi più poveri (la fortunata espressione "paesi emergenti" doveva essere ancora inventata).

Il progetto delle Scuole delle Arti "più belle del mondo" venne affidato a Ricardo Porro, un architetto cubano che coinvolse subito due amici italiani che lavoravano in Venezuela, gli architetti Roberto Gottardi e Vittorio Garatti. "Come potevamo rifiutare?" ricorda quest'ultimo "erano giorni di furia ed entusiasmo, ogni ambito della vita pubblica era gestito da uno spirito di guerriglia, agile e fantasioso. Ci trovammo, da un giorno all'altro, di fronte a un progetto chiave per la politica di Fidel e dalla forte carica ideale".



Gli architetti sono liberi di sperimentare “come architetti del Rinascimento, con il principe che assegna un terreno e l’artista che lo trasforma a suo gusto”.

L’episodio della Baia dei Porci e l’embargo totale degli Stati Uniti imposero una nuova, inattesa svolta. Cominciarono a scarseggiare denaro e materiali, arrivarono gli aiuti dei russi e con loro arrivò anche l’influenza dell’architettura sovietica. Le linee squadrate e il disegno funzionale del razionalismo sovietico erano distanti anni luce dalle forme morbide e sinuose dei portali e dei padiglioni disegnati dai tre architetti. I colonnati, le volte catalane, i percorsi che formano geometrie variabili a seconda della luce non convinsero i russi e nel 1965 i lavori si interruppero. Ancora una volta cambiarono la vita e il destino professionale dei tre architetti, Porro abbandonò l’isola per stabilirsi a Parigi, Garatti rientrò in Italia, Gottardi fu l’unico a scegliere di rimanere a Cuba.



Roberto Gottardi illustra all’Avana il progetto del 1961 (fonte GAM)

Negli anni '90 un’altra svolta. A sorpresa Fidel Castro decide di completare i lavori e sottrarre i padiglioni incompiuti all’aggressione delle sterpaglie e dei rovi. Nel 1999 i tre amici si ritrovano, più vecchi di circa trent’anni, per rimettere mano al progetto. Ma l’entusiasmo dura poco, il governo non ha soldi proprio come non li aveva negli anni '60. A Cuba, avamposto del comunismo reale sopravvissuto alla caduta del Muro di Berlino, sembra che il tempo si sia fermato in un incantesimo crudele che ha cristallizzato la povertà, raffigurato dalle Pontiac del 1959 che ancora girano per le strade dell’Avana.

Un incantesimo rotto dalla storica visita di Barak Obama. I tre giorni trascorsi dal presidente americano all’Avana, il primo a tornare sull’isola dopo 88 anni, hanno un riscontro immediato nelle migliori relazioni diplomatiche ma sarà nel lungo periodo che si svilupperanno gli effetti più rilevanti, la storia dell’isola è destinata a nuovi radicali cambiamenti. Relazioni diplomatiche distese daranno maggior vigore alle richieste di nuova politica e nuove regole nel governo dell’economia. Non per scelta ma sotto l’incalzare della storia, e con qualche decennio di ritardo, il potere scopre che la retorica anti-americana e anti-imperialista si svuota di significato, diventa anacronistica.



Uno scatto destinato a diventare iconico: l’aereo presidenziale USA atterra all’Avana (fonte Reuters/Alberto Reyes)

Una volta che il Congresso americano avrà rimosso l’embargo, le relazioni economiche tra i due paesi correranno sulle tre direttrici di commercio, comunicazioni e trasporti: la sfida per il governo sarà gestire le inevitabili aperture economiche conservando il potere, compito tutt’altro che facile, sarà interessante osservare la scrittura di questa nuova pagina di storia ed è già in ritardo, perché era illusorio pensare di poter gestire il cambiamento secondo le proprie regole, di avere il pieno controllo del proprio destino.

Noi di GAM continueremo a parlarne nella nostra Conferenza al Salone del Risparmio il prossimo 7 aprile. Il titolo della Conferenza rimanda al rischio di pensare di avere sempre il pieno controllo delle nostre scelte: “Cambiare prima di essere costretti a farlo: nuove tecniche di gestione alla prova del cambiamento”.

Vi aspettiamo.





Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2016 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



L'ALPHA E IL BETA

30 novembre 2015

Albert Einstein e Paolo Bozzi, maestri di pensiero

“Ready Tomorrow Today”, il futuro si prepara oggi, sintetizza uno dei claim di GAM. Proprio perché il futuro si costruisce oggi è urgente dotarsi di una adeguata strumentazione intellettuale per capire il senso di ciò che sta accadendo davanti ai nostri occhi.

Cosa ci riserva il futuro? Qual è la direzione del cambiamento che stiamo vivendo?

Cosa diventerà il sistema economico globale dopo la crisi? Non sono domande semplici, nessuno può ragionevolmente pensare di avere risposte semplici.

Lo scorso 25 novembre sono accaduti due episodi tra loro diversissimi eppure uniti da un sottile filo rosso.

Il primo episodio è stata la ricorrenza dei cento anni esatti della Teoria Generale della Relatività. Il 25 novembre 1915 Albert Einstein presentava all'Accademia delle Scienze di Prussia l'equazione che con un balzo superava la meccanica di Newton e rivoluzionava la comprensione dell'universo. Il fisico e premio Nobel Max Born definiva la teoria di Einstein “la più sorprendente combinazione di penetrazione filosofica, intuizione fisica e abilità matematica”.

Einstein aveva presentato una prima teoria della relatività dieci anni prima, ma lui stesso riconosceva l'incompletezza dei lavori del 1905. Alcune cose non tornavano, le equazioni non spiegavano il fenomeno della gravità, la forza che fa cadere gli oggetti e girare i pianeti nelle loro orbite.

Furono necessari dieci anni di studio, di ricerche, di intuizioni buone e altre decisamente sbagliate prima di arrivare “all'idea straordinaria, al puro genio” scrive il fisico Carlo Rovelli “il campo gravitazionale non è diffuso nello spazio: il campo gravitazionale è lo spazio. Lo ‘spazio’ di Newton, nel quale si muovono le cose, e il ‘campo gravitazionale’, che porta la forza di gravità, sono la stessa cosa. E' una folgorazione. Una semplificazione impressionante del mondo, lo spazio non è più qualcosa di diverso dalla materia: è una delle componenti ‘materiali’ del mondo” (C. Rovelli, 2014).

Ora facciamo un salto quantico, è davvero il caso di dirlo, e abbandoniamo l'atmosfera rarefatta della fisica teorica per venire al secondo fatto accaduto il 25 novembre scorso, l'attribuzione al professor Paolo Legrenzi del Premio Paolo Bozzi 2015, per essersi distinto nelle ricerche nell'ambito dell'ontologia.

Con il professor Bozzi, eminente psicologo cognitivo ed esperto dei meccanismi della percezione, il giovane Paolo Legrenzi discusse la tesi di laurea e proseguì come ricercatore la frequentazione intellettuale.

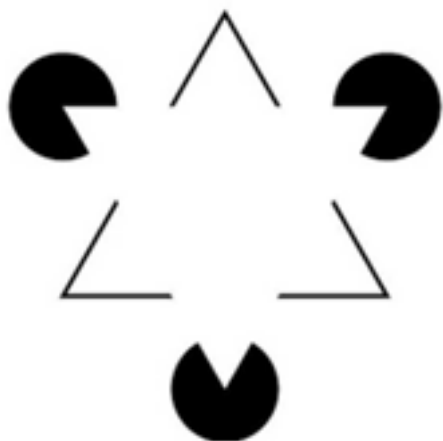
Cosa hanno a che fare Albert Einstein e Paolo Bozzi con le nostre domande iniziali, su cosa ci riserva il futuro? Qual è il filo rosso che li unisce?

Si tratta di due figure eminenti nei propri ambiti scientifici accomunati dal metodo di ricerca non convenzionale, capaci entrambi della più grande apertura intellettuale.

La Teoria Generale della Relatività conteneva un errore sull'espansione dell'universo, che Einstein riteneva statico. Di fronte alla prova che l'universo si espande fornita dall'astrofisico Hubble con l'utilizzo di un potente telescopio, Einstein riconobbe l'errore. L'onestà intellettuale del padre della fisica teorica confermò che la vera scienza procede tramite errori, che lo scienziato è davvero tale se è capace di riconoscere e ammettere i propri.

Non era meno limpido il metodo di indagine di Paolo Bozzi. In un profilo intellettuale dedicato al suo maestro, Paolo Legrenzi testimonia che Bozzi adottava un metodo “non convenzionale ... egli non categorizzava nulla se non a posteriori ... non ‘etichettava’ mai”.





Il Triangolo di Kanizsa è una celebre illusione ottica (non c'è nessun triangolo nel disegno). Paolo Bozzi, allievo di Gaetano Kanizsa, proseguì con originalità di pensiero le ricerche sulla psicologia della percezione

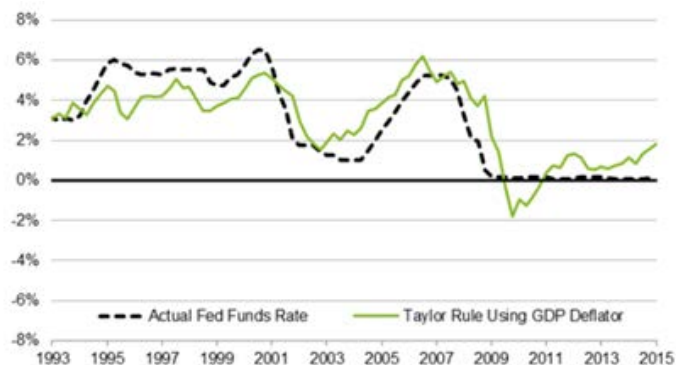
La fisica teorica di Einstein spiega come è fatto il mondo, quali sono le leggi che governano il tempo, lo spazio, la materia. La "fisica ingenua" di Bozzi spiega invece come il mondo è percepito, "come arriva al nostro occhio, alla nostra corteccia cerebrale, alla nostra mente e al nostro cuore; cosa succede quando le cose, i colori, i movimenti la vita intorno a noi entrano in noi e diventano oggetto di esperienza, di classificazione, di amore o di rifiuto" (Claudio Magris, 2003).

Einstein, Bozzi e per nostra fortuna moltissimi altri sono i giganti sulle cui spalle noi nani possiamo appoggiare per vedere più lontano. Il futuro resta naturalmente aperto ed inconoscibile ma il suo profilo dipende sempre in larga misura da ciò che viene fatto nel presente. E poiché non c'è buona azione che non sia preceduta da pensiero, è importante dotarsi della migliore strumentazione intellettuale per comprendere il presente e le trasformazioni in atto prima di agire o, meglio, per agire saggiamente.

E' pazzesco pensare che le dinamiche dell'economia siano il risultato dalla somma dei comportamenti razionali di individui orientati ciascuno alla massimizzazione del proprio interesse vero?

Eppure non sembra pazzesco il corollario teorico che deriva da questo assunto e cioè che se l'economia si discosta dal suo sentiero "naturale" con disallineamenti dei prezzi (inflazione) e della produzione (PIL), gli aggiustamenti della politica monetaria possono essere disposti secondo certi automatismi. La regola di Taylor, che prende il nome dal professore di Stanford che la elaborò nel 1993, teorizza interventi automatici della banca centrale predefiniti a priori tenuto conto di dati livelli di prezzi e di produzione.

Poche settimane fa è stata presentata al Congresso americano una proposta di legge che prevede l'adozione degli automatismi della regola di Taylor. Se venisse approvata, il livello dei tassi a breve termine verrebbe definito per legge da una formula, anzi da una "thumb rule", una "regola di bazzica" come l'ha definita Ben Bernanke, anziché scaturire dalle decisioni del Comitato Federale del Mercato Aperto, l'organo di governo dei tassi ufficiali USA.



La Regola di Taylor e i tassi USA dal 1993 ad oggi (fonte: Brookings)

Non si è fatta attendere la risposta di Janet Yellen che in una lettera indirizzata ai portavoce del Congresso si è apertamente dichiarata ostile alla proposta di legge repubblicana: "questa legge limiterebbe fortemente la capacità della Federal Reserve ad agire in conformità al mandato del Congresso, sarebbe un grave errore, con effetti negativi per l'economia e per il popolo americano".

In filigrana, la preoccupazione di vedere trasformata in scienza l'arte del banchiere centrale.

Il mondo sta cambiando ad una rapidità mai vista nei secoli precedenti, sarebbe miope ancorare gli ambiti delle valutazioni discrezionali delle autorità di controllo a formule elaborate su scenari e condizioni ormai alle spalle. Le trasformazioni intervenute negli ultimi duecento anni sono di gran lunga superiori al progresso e alle innovazioni nei secoli e millenni precedenti, superano largamente la scoperta dell'agricoltura, la costituzione delle città, del diritto civile, la nascita della filosofia, della scrittura, del calcolo matematico. Le discontinuità economiche sono sempre accompagnate da evoluzioni sociali e culturali, pensare all'evoluzione del sistema economico e finanziario con le sole categorie dell'economia e della finanza sarebbe davvero riduttivo se non pericolosamente autoreferenziale.

Al contrario, si può comprendere la direzione del cambiamento tenendo conto dei legami tra le trasformazioni economiche e quelle sociali. In questa comprensione 'olistica' è di aiuto la lezione metodologica di Paolo Bozzi, esperto della teoria della percezione. Non bastano i meccanismi del mercato a spiegare i grandi cambiamenti e la crisi di questo tempo, è necessario allargare lo sguardo ai fenomeni sociali, alle culture che si affermano nelle diverse fasi storiche. L'oggetto dell'analisi deve comprendere in un unico quadro le trasformazioni del capitalismo, della partecipazione democratica, dei rapporti sociali e della percezione delle sicurezze (soprattutto insicurezze: ambientali, alimentari, di reddito, di convivenza ...). Un preveggenze Ralph Dahrendorf scriveva nel 1983 che "un nuovo clima socio-economico ostacolerà la crescita per molto tempo ... paghiamo oggi il prezzo dell'espansione e dei ritmi della crescita stessa".

Dahrendorf non è un economista e forse proprio per questo riesce a collegare la debolezza della crescita a fenomeni extra economici: lo schianto del 2008 ha messo la parola fine ad un modello di sviluppo che ha dimostrato i suoi limiti ma non si troverà un nuovo modello di crescita con i soli strumenti monetari. Come sarà il futuro viene deciso oggi, ad esempio accettando o correggendo una economia fortemente finanziarizzata.



Al momento infatti i banchieri centrali sono gli indiscussi king maker del gioco economico globale, gli unici a dispiegare soluzioni efficaci nel ritardo della politica.

Non è certo responsabilità delle politiche monetarie se fino ad oggi i principali beneficiari delle misure non convenzionali sono stati i detentori di asset finanziari. Solo nell'ultimo periodo, con lentezza, si cominciano ad apprezzare i benefici anche nell'economia reale.



Parigi, Conferenza mondiale sul Clima (immagine: AFP Photo)

Senza politiche economiche altrettanto incisive nel promuovere crescita di prodotto e di produttività resterà arduo il ritorno alla normalità delle politiche monetarie senza provocare disastri tra i debitori, soprattutto tra alcune economie emergenti.

Come sarà il futuro lo decidono in questi giorni anche i delegati alla conferenza mondiale sul clima riuniti a Parigi. La concentrazione di CO2 nell'atmosfera batte nuovi record, il riscaldamento climatico costituisce una minaccia alla sicurezza e al benessere, è una delle cause delle ingenti migrazioni dei popoli.

Lo sviluppo è un processo non lineare, il progresso procede a balzi e serve sempre un innesco. Si parla di rischi di stagnazione secolare e di "isteresi" (vedi L'Alpha e il Beta della scorsa settimana), ma se il futuro si costruisce nel presente, allora c'è urgente bisogno di una comprensione globale e intelligente, di un discernimento che orienti le scelte verso la sostenibilità nel lungo periodo.

Una celebre frase di Rainer Maria Rilke "il futuro entra in noi, per trasformarsi in noi, molto prima che accada" è stata al centro delle riflessioni nel nostro Roadshow nel gennaio 2015.

Le nuove prospettive, l'urgenza di cambiare il punto di vista per capire le trasformazioni in atto saranno al centro del nuovo Roadshow GAM previsto nel gennaio 2016.

Saranno con noi esperti e lo stesso professor Legrenzi che potrà ricordare la sua esperienza intellettuale con Paolo Bozzi, il lascito intellettuale di un metodo non convenzionale per affacciarci e capire le nuove frontiere della conoscenza, come i fenomeni straordinari di cui siamo testimoni stanno plasmando quello che sarà il nostro futuro. sicurezza.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

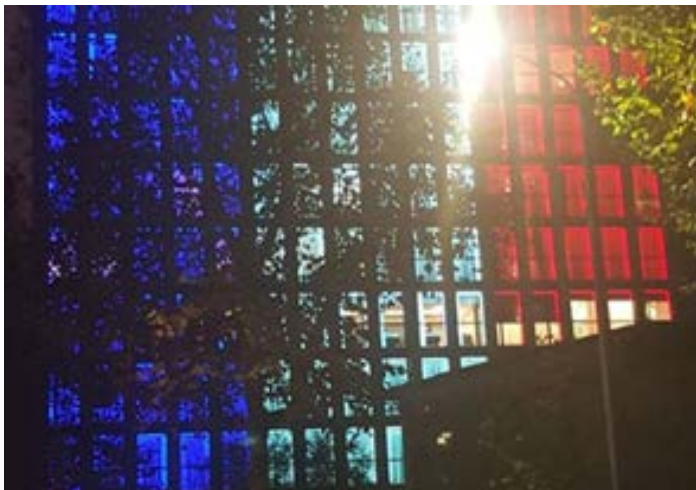


L'ALPHA E IL BETA

16 novembre 2015

We'll laugh again

I tragici fatti di Parigi ricordano nel peggiore dei modi la complessità dello scenario politico internazionale. "We'll laugh again" scriveva Art Buchwald all'indomani degli attentati suicidi a New York, "torneremo a ridere, ma non saremo mai più giovani".



"Non rideremo mai più" disse la giornalista Mary Mc Grory alla notizia dell'assassinio del presidente John Kennedy. Pat Moynihan, un collaboratore del presidente che sarebbe diventato senatore, le rispose "Mary, we'll laugh again, torneremo a ridere, ma non saremo mai più giovani".

Il grande Art Buchwald ricordò sul New York Times quel celebre scambio di battute pochi giorni dopo gli attentati suicidi dell'11/9, perché nonostante quell'orrore "torneremo a ridere, ma non saremo mai più giovani". L'11 settembre aveva sottratto a chiunque, per sempre, la spensieratezza. Si riderà ancora, ma senza la medesima leggerezza.

Quelle parole danno voce ai medesimi sentimenti in questa settimana di mestizia, una nuova, tragica data si iscrive nella dura pietra della memoria.

Dopo New York, Londra, Madrid, da venerdì scorso Parigi è la nuova stazione della sanguinosa via crucis scandita dal terrorismo di matrice religiosa.

Le ramificazioni della guerra civile in Siria, praticamente alle porte di casa, hanno portato l'orrore al centro dell'Europa, segnando un avanzamento nella scala del terrore. Da oggi ci sentiremo tutti un po' meno sicuri anche nei luoghi più familiari.

La tragica contabilità del tributo di vite preteso dalla bestiale follia che da anni insanguina il Medio Oriente ci porta a piangere le vittime di Parigi e con loro le vittime del centro commerciale di Beirut, del volo russo da Sharm el Sheik, le vittime della Siria, dell'Iraq, della Palestina, della Libia, dell'Afghanistan.

Ma come detto da più parti, la migliore risposta al terrore è il coraggio della libertà di andare avanti, la straordinaria normalità della vita quotidiana e i gesti consueti si fanno resistenza, come ha mirabilmente scritto Aldo Cazzullo.

I fatti di Parigi ricordano nel peggiore dei modi la complessità dello scenario politico internazionale e l'evidente inadeguatezza delle risposte fino ad oggi formulate.

Le tortuose strade della geopolitica si intersecano, non potrebbe essere altrimenti, con le altrettanto complesse dinamiche economiche e finanziarie che nel passato hanno dato prova di buona resilienza agli attentati terroristici.

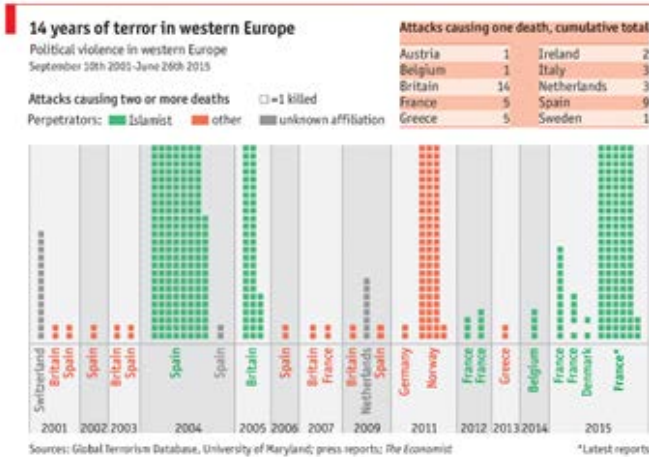
Alla riapertura il 17 settembre 2001 la borsa americana segnò un dignitoso -7% grazie ai massicci acquisti dei grandi investitori istituzionali come i fondi pensione e gli endowment universitari. Alcuni strategist decretarono il pesante sovrappeso di azioni americane, cercando di rispondere con il patriottismo ad una crisi con la quale gli attentati dell'11/9 non avevano nulla a che vedere.

Come nel 2001, la tragedia di venerdì scorso non modifica lo scenario economico ma a differenza di allora non ci sono le condizioni per scelte allocative altrettanto nette.



Non è per causa degli attentati dei fanatici se la cifra di oggi è la fragilità. Siamo la società del rischio, come dice Ulrich Beck (vedi L'Alpha e il Beta del 26.10.2016), facciamo i conti con rischi nuovi e globali incapaci di elaborare risposte altrettanto globali.

Per quanto riguarda le scelte allocative, prima ci rendiamo conto dell'eterogeneità e imprevedibilità delle fonti di rischio tanto meglio sarà per i portafogli.



Fonte The Economist

“Una volta fissato il nuovo modo di pensare, i vecchi pensieri spariscono; e diventa persino difficile afferrarli di nuovo” scrive Wittgenstein ma il filosofo aggiunge subito dopo che “il nuovo modo di pensare è difficile da fissare”. L'accettazione della novità è un atteggiamento ordinario nelle scienze dure ma non altrettanto scontato in altri campi del sapere dove il “principio di autorità” (“l'ha detto Aristotele”) costituisce freno al cambiamento.

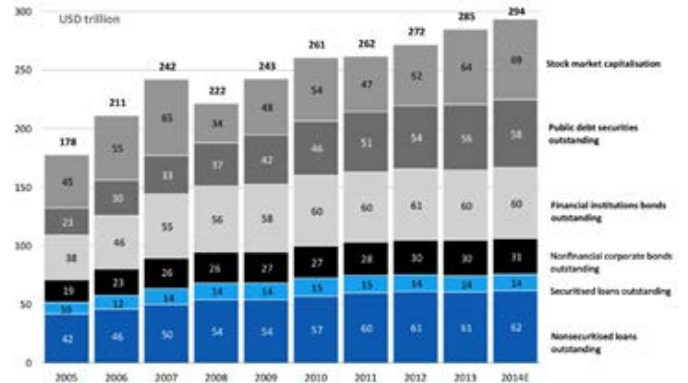
La stessa stabilità del sistema finanziario fonda sulla flessibilità, è stabile quel sistema che riesce a funzionare anche nelle fasi di crisi. Stabilità dei mercati finanziari non vuol dire assenza di volatilità ma resilienza, ovvero la capacità di assorbire gli shock senza compromettere il funzionamento, l'opposto virtuoso della fragilità, per dirla con Nassir Taleb

Negli ultimi decenni il sistema finanziario ha aumentato, non diminuito, il proprio gradiente di fragilità.

Quanto più la circolazione di merci e capitali si fa globale (non è lo stesso per le persone) tanto più si amplificano gli effetti domino delle recessioni. Non c'è bisogno di scomodare le teorie del caos di moda negli anni '80, oggi il battito della farfalla in Brasile causa il tifone in Texas con equazioni lineari.

I mercati sono profondamente cambiati, grossomodo dagli anni '50 le dimensioni dell'economia di carta nelle economie americana ed inglese sono triplicate, nello stesso arco di tempo il debito medio dei privati è passato da circa il 50% del reddito nazionale al 170%. Il flusso di investimenti finanziari tra le economie sviluppate e quindi tra queste ultime e le economie a forte crescita ha di gran lunga superato il valore degli investimenti diretti.

L'innovazione finanziaria ha fatto il resto. Negli anni '80 derivati e cartolarizzazioni hanno messo il turbo a Wall Street così che il valore del PIL mondiale in termini nominali è attorno ai 73 trilioni di dollari, il valore dei mercati finanziari globali, cioè la somma delle capitalizzazioni di borsa più le emissioni obbligazionarie, è attorno ai 290 trilioni di dollari (incrementi favoriti anche dai QE).



Fonte: McKinsey Global Institute, Haver, BIS, Deutsche Bank estimates

Ma la misura della distanza tra economia reale ed economia finanziaria è data dai 520 trilioni di dollari in derivati, sette volte il valore della ricchezza del mondo intero, cresciuto del 21% dal 2008. A parte la deregulation negli Stati Uniti degli anni '90, anche Basilea 2 aveva sottostimato il rischio finanziario di strumenti dotati di rating elevati e sovrastimato la rischiosità degli affidamenti bancari alla vecchia maniera. Dal 2012 in Europa la regolamentazione si è inasprita ma il campo da gioco dell'attività finanziaria è questo, e la gran parte degli scambi OTC di derivati è polarizzata su cinque grandi banche.

Al di là degli effetti di breve termine, le implicazioni dei fatti di Parigi sono di ordine geo strategico nel medio e lungo periodo, ad esempio la sfida che si presenta ai leader europei di trovare l'equilibrio tra controlli alle frontiere dettati da ragioni di sicurezza e la libera circolazione di merci e persone in un'area economica fortemente interconnessa.

In questi primi giorni di attività in seguito agli attentati di venerdì è verosimile attendersi che le banche centrali continueranno a fornire liquidità ai mercati mentre potrebbero aumentare i premi al rischio.

“È proprio quando credete di sapere qualcosa che dovete guardarla da un'altra prospettiva” ammonisce il professor John Keating/Robin William nel film L'attimo fuggente.

La capacità di adattamento, la flessibilità verso situazioni che mutano repentinamente diventerà il discrimine tra il successo e il fallimento.

“Stiamo entrando in un nuovo mondo” scriveva Buchwald il 15 settembre 2001 “e le cose non saranno mai più le stesse”.





Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2015 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati



L'Alpha e il Beta

Editoriale

12 ottobre 2015

Il Sacro Graal del rendimento perenne

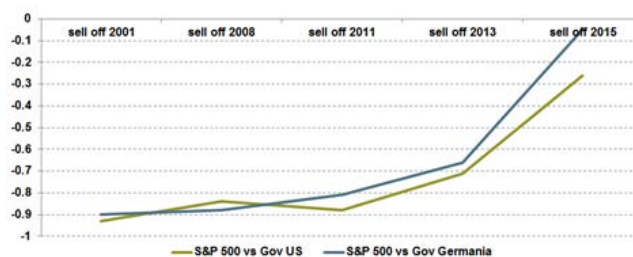
La decorrelazione tra azioni ed obbligazioni si è affievolita e i tassi ai minimi storici hanno indebolito uno dei più vecchi strumenti per governare il rischio e il rendimento atteso, l'equilibrio tra azioni e obbligazioni. Per questo il ricorso alle strategie alternative è inevitabile.

Il Quantitative Easing ha salvato il sistema finanziario globale. La "Grande Moderazione", quel periodo dagli anni '80 al 2007 caratterizzato da crescita stabile e bassa inflazione, aveva indotto un po' tutti quanti, operatori, investitori e organismi di controllo ad allentare la guardia e ad assumere rischi crescenti. Il "saving glut" nei paesi asiatici aveva contribuito allo scompenso globale bloccando la crescita dei salari reali nelle economie avanzate e la domanda aggregata veniva sostenuta da tassi portati ai minimi.

Gli squilibri erano tali da trasformare la crisi del 2007 in un passaggio epocale, faglia tra la fine di un modello di sviluppo non più sostenibile e la ricerca ancora oggi embrionale di un nuovo modello di crescita. La storia riconoscerà il coraggio di quei banchieri centrali che si dimostrarono capaci di pensiero laterale e promossero misure inedite, iniezioni di liquidità senza precedenti che hanno fatto ripartire il sistema finanziario globale e l'economia.

Ma tutti i farmaci, soprattutto quelli più potenti, hanno controindicazioni ed effetti collaterali. Il Quantitative Easing ha efficacemente contrastato la deflazione ma in termini proporzionali ha beneficiato in misura maggiore i detentori di asset finanziari, ha favorito l'assunzione di rischi crescenti, ha indotto le società a preferire operazioni finanziarie (buy back, M&A) agli investimenti in macchinari e nuovi impianti.

Soprattutto, il Quantitative Easing ha fatto saltare la storica decorrelazione tra azioni ed obbligazioni, il primo e più elementare strumento a disposizione di gestori e consulenti per modulare il rendimento atteso e il rischio complessivo di un portafoglio.



La correlazione tra azioni e titoli governativi "core" nelle cinque ultime correzioni, da -0,9 nel 2001 a quasi 0 nel 2015 (fonte: elaborazioni GAM su indici Bloomberg, WGBI US, WGBI Germany, S&P500)

Tradizionalmente classi di attivo opposte, la ricerca del giusto mix tra azioni e obbligazioni ha caratterizzato gran parte della produzione scientifica sui portafogli bilanciati, ha costituito la frontiera della discriminante del rischio. Ma nella realtà alterata del QE i titoli governativi sono cresciuti nella scala della rischiosità e le misure non convenzionali delle banche centrali ne hanno snaturato il comportamento schiacciando i rendimenti sullo zero.

La sfida di gestori e consulenti è dunque trovare rimedio all'indisponibilità di una classe di investimento efficiente da opporre alle azioni nelle fasi più volatili, ed è una sfida che investe principalmente quegli investitori più avversi al rischio azionario. Guardare ai rendimenti dei titoli governativi del passato non aiuta, non li rivedremo per un bel pezzo.

Prima prendiamo atto che vivremo ancora a lungo nella realtà alterata del Quantitative Easing, tanto prima riusciremo ad adeguarci a nuovi atteggiamenti nei confronti della pianificazione finanziaria. Non è questione di robustezza o di intelligenza ma, in termini darwiniani, di dimostrare la maggiore recettività al cambiamento.

E' questa la ragione per cui si parla, da tempo, di soluzioni innovative, di flessibilità, di strumenti "multi-asset": perché è indispensabile trovare una alternativa alle obbligazioni, affiancare alle classi di attivo più tradizionali strategie diverse, alternative appunto, che contengano il rischio pur esprimendo quei rendimenti ai quali gli investitori sono abituati.

L'espressione "strategie alternative" è però talmente da risultare indeterminata, abbraccia metodi tra loro diversi che hanno in comune solo l'obiettivo: massimizzazione del coefficiente "alpha", cioè



l'attitudine di un titolo a variare in modo indipendente dal mercato, e la minimizzazione del "beta", la sensitività del prezzo di una azione ai movimenti del mercato (vedi anche L'Alpha e il Beta del 3.8.2015). In altre parole, l'obiettivo è mettere a punto uno strumento che dia buoni rendimenti nel lungo termine e che faccia guadagnare anche in condizioni di mercato negative.

Facile a dirsi ma in realtà è come cercare il Sacro Graal, il leggendario calice utilizzato da Cristo nell'Ultima Cena, raccontato nei poemi epici di Chretien de Troyes e nei film di Indiana Jones.

La sacra coppa aveva il potere di sfamare, dissetare e guarire, e solo un cavaliere dal cuore puro, spiegava Merlino a Re Artù, sarebbe stato degno di trovare il calice e annullare i malefici che affliggevano Camelot.



"Indiana Jones e l'ultima crociata" (1989): Indiana Jones incontra l'Ultimo Crociato che da 700 anni custodisce il Sacro Graal. Secondo la leggenda i guardiani del Graal erano sfamati, dissetati, curati dai poteri della sacra coppa.

Cavaliere coraggioso e dal cuore puro fu probabilmente Jones, non Indiana ma Alfred Winslow, che non aveva frequentato business school e non aveva una educazione formale in finanza, eppure si mise in cerca del sacro graal dei rendimenti perenni nel 1949.

Jones era stato attratto dalla imprevedibilità dei movimenti di Wall Street e gli venne un'idea, provare a comprare titoli sottovalutati e vendere contestualmente azioni sopravvalutate.

E' una tecnica prudente, "hedged", perché l'operazione di vendita allo scoperto di un titolo affiancata all'acquisto di un altro titolo

protegge il capitale, almeno in parte, dai bruschi movimenti del mercato.

Il risultato finale è affidato alla capacità del gestore di indovinare le diadi dei titoli in opposizione.

Alla A. W. Jones & Co. valevano altre due regole importanti. Ai gestori veniva riconosciuto il 20% dei profitti derivati dai risultati di performance, dovevano però investire nei fondi gestiti una parte sostanziosa dei propri risparmi.

L'epifania delle tecniche del "sociologo di Wall Street" avvenne nel 1966, quando lo sconosciuto Jones fu intervistato su Fortune da quella Carol Loomis che sarebbe diventata "una delle giornaliste finanziarie più venerate del paese" come scrisse nel 2014 il New York Times in occasione del suo ritiro dopo 60 anni di giornalismo finanziario.

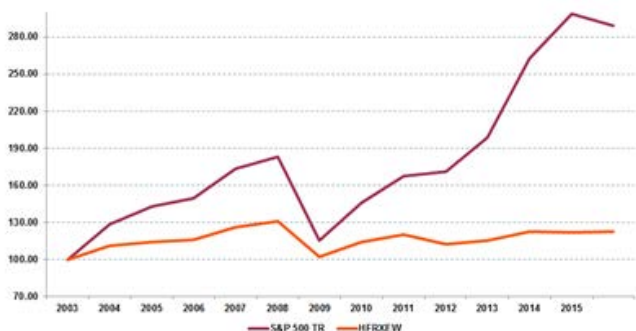
In quell'intervista Jones rivelò che nei dieci anni precedenti i suoi risultati erano stati quasi il doppio del miglior fondo comune di investimento e decretò in questo modo il successo dei nuovi fondi "hedge", subito imitati e rapidamente resi più aggressivi, più a leva. Perché la tecnica che Jones aveva pensato per le azioni poteva essere facilmente adattata ad una piattaforma per strategie analoghe su obbligazioni, valute, futures, opzioni.

Tutto molto bello, fino ai bruschi risvegli degli anni '70 nonostante Jones avesse messo in guardia dai pericoli innescati da una approssimativa gestione del rischio combinata all'uso disinvolto della leva.

Perché il punto è proprio questo, il sacro graal della combinazione perfetta di tecniche e classi di attivo che generi rendimenti positivi perenni è ancora nascosto da qualche parte in attesa di essere scoperto da cavalieri-gestori dal cuore puro.

Non avevano cuore sufficientemente puro i gestori del fondo Long Term Capital Management, perduti dalla crisi del debito russo nel 1998, o i gestori del Tiger Fund che nel 2000 dovettero abbandonare una strategia che "funziona bene in un mondo razionale" ma "in un mercato irrazionale la nostra logica non sembra contare molto" come scrisse il presidente Robertson nella lettera di liquidazione.





L'Indice degli hedge fund "market neutral" evidenzia come la generazione di alpha non sia faccenda semplice anche per le strategie alternative (fonte: elaborazione GAM su dati Hedge Fund Research, HFRXEH indice Hedge Equity Market Neutral, HFRXEW indice di tutte le strategie hedge equipesate, Bloomberg)

Tutti i gestori alternativi affermano che l'alpha può essere generato solo con metodo rigoroso, ricerca approfondita e pensiero indipendente, eppure non tutti arrivano al traguardo.

Le strategie alternative vanno dalla tecnica "long/short" di Jones alla "global-macro" utilizzata da George Soros nel 1992, quando si mise corto di dieci miliardi di sterline mettendo in difficoltà la Banca d'Inghilterra.

Non è semplice scegliere quelle più adatte ad un dato investitore e in questo ambito si esprime massimamente il valore aggiunto della consulenza finanziaria professionale.

Quando la scelta riguarda strumenti di investimento che si misurano con indici di mercato o benchmark, l'analisi si concentra su un particolare mercato, le sue prospettive di crescita, la volatilità, il grado di correlazione con altre classi di attivo. Un esercizio tutto sommato familiare, facilitato dalla documentazione disponibile.

Quando invece si tratta di selezionare una strategia alternativa, l'analisi non riguarda più i dati incontrovertibili delle statistiche ma gli elementi indefinibili di uno stile e di un team di gestione.

In Gam si trovano competenze e strumenti appropriati da affiancare ai prodotti tradizionali. A questo proposito è utile un più generale avvertimento di metodo: l'impiego di strumenti alternativi non dovrebbe essere motivato dalle aspettative di generazione di "alpha" nelle fasi negative, graal riservato a pochissimi dal cuore puro, quanto dalla loro capacità di mitigare il rischio e di contribuire alla

preservazione del capitale.

La diversificazione del portafoglio è una colonna fondamentale ma inutile senza l'altra colonna dell'orizzonte temporale, solo con entrambe può essere saldamente sorretta la volta della gestione attiva di un portafoglio.



www.gam.com

seguiteci anche su:



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2015 GAM Investment Management (Switzerland) SA - tutti i diritti riservati



L'Alpha e il Beta

Editoriale

7 settembre 2015

Tre regole d'oro per l'investitore

Dopo la pausa estiva e soprattutto dopo un agosto turbolento, è utile ricordare alcune buone regole di comportamento, una sorta di "ripasso" alla ripresa dell'attività di gestione e consulenza dei portafogli di investimento.

"L'estate sta finendo ...".

Si rientra dalle vacanze, i molti che sono stati al mare, magari nella "stessa spiaggia" cantata da Piero Focaccia nel 1963, tornano "abbronzatissimi". Nel 1960 Mina conquista il primo posto nella classifica hit-parade con un trascinante rock'n'roll: Franco Migliacci, quello di "Una rotonda sul mare" e "Nel blu dipinto di blu", ha avuto l'intuizione di raccontare di una ragazza che preferisce la "Tintarella di luna" piuttosto che i raggi del sole. Chissà se l'autore modenese sapeva che fino a trent'anni prima i canoni della bellezza imponevano che la pelle del viso fosse bianchissima, pallida come appunto i raggi della luna.

Fino ai primi anni del Novecento i segni del sole sulla pelle erano propri dei ceti più umili, di quanti lavoravano nei campi o nei cantieri, un volto pallido e diafano era segno distintivo di chi non aveva bisogno di lavorare o in ogni caso non in lavori pesanti. La moda dell'incarnato pallido imponeva che le signore della buona borghesia si proteggessero dai raggi del sole con graziosi ombrellini.



George Seurat, Una domenica pomeriggio all'isola della Grande-Jatte, 1886

I primi stabilimenti balneari in Italia furono probabilmente quelli di Viareggio, costruiti attorno agli anni '30 dell'Ottocento, ma il vero sviluppo del turismo avviene un secolo dopo, quando Coco Chanel

avvia la moda della pelle abbronzata. Negli anni '30 del Novecento la Versilia si afferma come luogo di vacanza esclusivo, il Principe De Curtis preferiva Viareggio, Thomas Mann frequentava Forte dei Marmi. Da allora la pelle abbronzata è considerata segno di buona salute e agiatezza e gli ombrellini da sole si vedono solo alle turiste giapponesi.



Claude Monet, Dama con il parasole (girata verso sinistra), 1886

Ma come tutte le rose, anche l'abbronzatura ha le sue spine: l'eccesso di esposizione ai raggi ultravioletti comporta scottature, arrossamenti, eritemi solari, esfoliazioni, xerosi. Nel tempo si sono naturalmente affinate regole di comportamento e rimedi: farina d'avena, uova, aceto, impacchi al tè verde o allo yogurt, l'aloe, finanche la patata ricca di solanina, alcaloide che impedisce la formazione delle bolle della scottatura.

Si rientra dunque dalle vacanze abbronzati e, se si è osservato qualche semplice accorgimento, senza scottature. Lo stesso non può dirsi dei portafogli di investimento: l'esposizione ai mercati ha causato scottature che fanno ancora male ma, appunto, anche in questo caso esistono opportuni accorgimenti.





Nei primi stabilimenti balneari a Viareggio, attorno al 1830, valeva l'obbligo di osservare la rigida separatezza tra le zone riservate agli uomini e quelle riservate alle donne: "Nel tempo delle bagnature è proibito agli uomini di passeggiare sulla spiaggia delle donne e viceversa; e a più forti termini è proibito agli uomini di bagnarsi dalla parte delle donne e alle donne dalla parte degli uomini".

L'economia globale resta vulnerabile alla debolezza cinese e delle economie emergenti nonostante la forza evidente degli Stati Uniti. Il rompicapo dei banchieri centrali è riuscire a raggiungere i desiderati livelli di inflazione in un contesto di prezzi decrescenti delle materie prime. Per la Yellen il dilemma è anche nella decisione del primo rialzo dei tassi dal 2006: la crescita del PIL e la dinamica del mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione è sceso a 5,1%) sono controbilanciati dalla fragilità delle economie emergenti e dalla volatilità dei mercati finanziari. Se all'Europa e al Giappone sta bene un dollaro forte, vale l'opposto per Cina e paesi emergenti che per le materie prime o per l'esposizione finanziaria preferiscono un dollaro debole.

L'investitore è dunque alle prese con uno scenario che è complesso anche per gli stessi policy maker.

Ma se questi ultimi hanno la gravosa responsabilità delle decisioni, l'investitore ha il vantaggio di potersi attenere a qualche regola fondamentale per reagire a quelle decisioni.

La prima regola aurea è stabilire, o riconfermare, la propria tolleranza al rischio. L'enunciato è chiaro e ampiamente ricordato, eppure resta difficile individuare l'autentica "soglia di dolore". La propensione al rischio dichiarata tende infatti ad aumentare in fasi di mercato espansive per poi misteriosamente assottigliarsi nelle fasi negative. Un paio di parametri aiutano a stabilire con buona approssimazione la vera tolleranza al rischio:

1. l'orizzonte temporale: per quanto tempo ci si può privare delle somme investite. Quanto più rischioso è un investimento, tanto

più tempo sarà necessario per assorbirne la maggiore volatilità. In un orizzonte di anni l'investitore ha modo di recuperare le eventuali perdite provocate da una fase negativa. A questo proposito Warren Buffet ricorda che "non ho mai provato a fare soldi con il mercato azionario, compro come se la borsa chiudesse domani e non riaprisse per i successivi cinque anni";

2. stabilire l'importo massimo che si è disposti a perdere: ragionare sulle possibili perdite è sempre delicato ma è anche un modo diretto per evitare future delusioni e incomprensioni. "Se pensi di essere tra coloro che nei momenti di panico vendono tutto, dovresti evitare l'investimento in azioni" ammonisce Peter Lynch.

La tolleranza al rischio consente la costruzione della "piramide degli investimenti", empirico strumento per costruire un portafoglio ragionevolmente diversificato con strumenti di rischio crescente.



Fonte: Family Economics and Financial Education, University of Arizona
La seconda regola aurea è riconoscere la propria inadeguatezza verso la complessità delle tecniche di investimento oppure, se si è (o ci si ritiene) esperti, la regola è riconoscere che le proprie emozioni costituiscono una insidia, possibile causa di scelte avventate. Nei mercati sono strutturalmente presenti asimmetrie informative, non tutte le informazioni sono disponibili a tutti nello stesso momento e sono ancora molti i risparmiatori ignari delle regole rudimentali del funzionamento dei mercati. "Chi sa di più pianifica meglio" è la possibile sintesi dei numerosi studi sull'educazione finanziaria. Il paradossale "Comma 22" della seconda regola è che coloro che ammettono la propria incompetenza e si affidano ad un esperto



www.gam.com

seguiteci anche su:



rivelano in realtà un grado elevato di alfabetizzazione finanziaria. “L’unica saggezza che possiamo sperare di acquistare è quella dell’umiltà” scriveva Thomas Eliot, ed è il vero cuore della questione.

Anche la terza regola contiene un paradosso: guardare poco il portafoglio fa bene, il “meno” vale di più!

Guardare poco il portafoglio non significa approssimazione nella qualità delle informazioni: con truffatori che ancora riescono a convincere persone in buona fede (e con buona dose di ingenuità) di rendimenti sibaritici e privi di rischio, è buona norma pretendere rendiconti chiari e dettagliati.

Ma compulsare con frequenza il portafoglio e confrontarne l’andamento con le notizie finanziarie può essere dannoso. I benefici degli smartphone e tablet in questo caso giocano contro: l’imponente, costante flusso di notizie finanziarie sempre accessibili espone al rischio dell’eccesso di informazioni. Gli psicologi comportamentali lo definiscono “information overload” o “sovraccarico cognitivo”: l’eccesso di informazioni rallenta la decisione e può portare a decisioni sbagliate.

L’accesso frequente alla valorizzazione del portafoglio può avere conseguenze negative sulla performance: decisioni di vendita prese sulle cattive notizie, così come l’euforia che fa aumentare l’esposizione al rischio, compromettono la creazione di valore nel lungo periodo (vedi anche Paolo Legrenzi “Sei esercizi facili”, Cortina 2015 e “Perché gestiamo male i nostri risparmi”, Il Mulino 2013).

Con le tre regole auree ben chiare nella testa si può tornare con un certo grado di fiducia a fare i conti con la volatilità e l’incertezza dei mercati: l’ansia non si potrà mai eliminare ma si può cercare di tenerla a livelli ragionevoli.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2015 GAM Investment Management (Switzerland) SA - tutti i diritti riservati



L'Alpha e il Beta

Editoriale

3 agosto 2015

Breve storia ragionata della gestione attiva

Da una sentenza di un tribunale di Boston del 1830 alla “Portfolio Selection” di Harry Markowitz nel 1952: come è cambiata nel tempo la gestione attiva, l'unico efficace strumento a disposizione del risparmiatore per contrastare le incertezze dei mercati

E' cominciato tutto nel 1830.

L'espressione “portafogli di investimento” è piuttosto recente, risale agli anni '60 quando venne riscoperta, e soprattutto capita, la tesi di dottorato di Harry Markowitz del 1952. Quelle quattordici pagine dense di formule portavano per la prima volta il rischio al centro dell'attività di gestione e ponevano le fondamenta della “Teoria Moderna del Portafoglio”.

“Ero stupefatto nel vedere come si valutasse il rendimento atteso senza porre la minima attenzione al rischio cui ci si esponeva” spiegherà in seguito Markowitz. Oggi i concetti di rischio, diversificazione e tempo sono familiari e quasi scontati ma fino agli anni '60 l'obiettivo era individuare le società “giuste”. La bibbia dell'investitore erano “La teoria dell'investimento value” di John Burr Williams del 1938 e “L'investitore intelligente” di Benjamin Graham del 1949 ma i criteri della gestione attiva risalivano a quasi centocinquanta anni prima, al 1830.

L'antefatto fu la morte, nel 1823, di un certo John McLean, a Boston, Massachusetts.

McLean lasciava alla moglie Ann la casa, un patrimonio di 35.000 dollari e un vitalizio alimentato dai proventi della gestione fiduciaria di 50.000 dollari affidati a un trust. Alla scomparsa della vedova il patrimonio sarebbe stato equamente diviso tra l'università di Harvard e il Massachusetts General Hospital. Quando cinque anni dopo Ann McLean morì, i 50.000 dollari da dividere in parti uguali erano però diventati 29.450 e l'Università di Harvard e il Massachusetts General Hospital portarono in tribunale il gestore del trust con l'accusa di gestione speculativa e negligente.

L'esito di quella vertenza è entrato nella storia dell'asset management. Il giudice Samuel Putnam respinse l'istanza dei ricorrenti, all'amministratore fiduciario del patrimonio Francis Amery non poteva essere imputata alcuna responsabilità perché la perdita subita dal

capitale “non era dovuta a deliberata inadempienza”. Se non fosse così, concludeva il giudice “chi mai accetterebbe un incarico di così rischiosa responsabilità?”



L'Università di Harvard nel 1936 (dipinto di Eliza Susan Quincy, figlia del Rettore Josiah Quincy che promosse la causa contro l'amministratore fiduciario del patrimonio di John McLean)

La sentenza del 1830 costituisce una pietra angolare della giurisprudenza civile americana, le parole del giudice Putnam sono consegnate alla storia dell'asset management come la “Regola dell'Uomo Prudente”: “... il capitale è sempre a rischio ... ciò che si richiede al suo amministratore è di imitare il modo con il quale uomini di prudenza, discrezione e sagacia amministrano le loro cose, non per la speculazione ma per la disposizione del patrimonio nel lungo termine, tenendo conto del possibile guadagno come della possibile sicurezza del capitale investito”.

Alla Regola dell'Uomo Prudente, assimilabile alla “diligenza del buon padre di famiglia” del nostro codice civile, si sono orientati per decenni amministratori fiduciari e gestori. Gestire con “prudenza, discrezione, sagacia” significava preferire obbligazioni e azioni privilegiate ed acquistare azioni ordinarie in via residuale e solo dopo attento scrutinio su stabilità e dividendi.

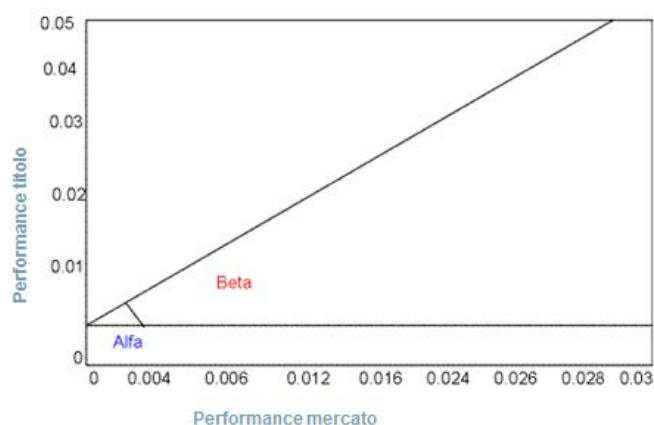
Markowitz sovverte completamente questo approccio: non sono i singoli titoli a determinare la qualità complessiva di un portafoglio quanto la covarianza dei loro prezzi, in altre parole, la misura con cui i prezzi si muovono gli uni in relazione agli altri.

Se nella Regola dell'Uomo Prudente ogni singolo titolo doveva



rispondere al principio di prudenza, nell'apparato concettuale della Moderna Teoria un portafoglio diversificato e decorrelato (cioè a covarianza minimizzata) di azioni "speculative" potrebbe risultare meno rischioso di un portafoglio "prudente".

Nel nuovo capitolo nella storia della gestione attiva fa la sua comparsa il concetto di portafoglio efficiente che sopravanza la diade dei portafoglio prudenti e speculativi.



Il coefficiente Alpha è il rendimento del titolo slegato dall'andamento del mercato, il coefficiente Beta è dato dall'inclinazione della retta, rappresenta la sensibilità del prezzo al movimento del mercato

Nel linguaggio formale possiamo dire che il coefficiente "alpha", cioè l'attitudine di un titolo a variare in modo indipendente dal mercato, è il più antico. Già presente nelle istruzioni di John McLean che ammetteva l'investimento in "azioni sicure e redditizie, titoli pubblici, azioni bancarie, o altre azioni secondo il loro miglior giudizio e discrezione", è stato poi formalizzato nei criteri "value" da John Burr Williams e Benjamin Graham negli anni '30 e '40.

L'importanza del coefficiente "beta", la sensibilità del prezzo di una azione ai movimenti dell'indice, è emersa con Markowitz e la diversificazione, prima negletta, diventa un pilastro portante dell'attività di gestione. La gestione attiva fa leva su entrambi i coefficienti: massimizza la generazione di alpha (valori elevati sono

preferibili a valori bassi), gestisce l'esposizione al beta, valori maggiori o minori in funzione delle aspettative sull'andamento del mercato.

"Qui si parrà la tua nobilitate" verrebbe da dire ai gestori, perché nella gestione attiva e nella generazione di "alpha" si misura la qualità di uno stile di gestione: dei molti che si definiscono gestori attivi, non tutti lo sono per davvero ... Le contraddizioni di gestori "non-così-attivi-come-pensavo" sono state smascherate dal successo delle strategie passive che contano circa il 17% degli asset azionari globali (erano attorno al 10% nel 2005). I meriti delle strategie passive sono noti, consentono di partecipare a basso costo alla crescita di un mercato "catturando" il (solo) coefficiente beta, la gran parte degli strumenti è liquida e facilmente accessibile anche ai piccoli risparmiatori.

Nel contesto attuale tuttavia i portafogli di investimento hanno bisogno di vera gestione attiva, ovvero della capacità del gestore di generare alpha con tecniche di immunizzazione dalla direzionalità e con la capacità di gestire il "beta" reagendo con flessibilità alle dinamiche del mercato.

La gestione attiva è indispensabile nell'esposizione ai mercati emergenti, all'interno dei quali si riconoscono profonde differenze sistemiche e divergenze nei tassi di sviluppo. Eppure i prodotti passivi in questa classe di attivo sono cresciuti dal 13% degli asset totali del 2003 al 44% nel 2014.



Con limitate prospettive di rivalutazione, la gestione attiva diventa il fattore cruciale che fa la differenza (fonte MSCI, IBES, Morgan Stanley Research, GAM)

Non meno complessa la situazione nelle economie sviluppate dove gli interventi straordinari delle banche centrali dal 2009 ad oggi hanno profondamente modificato la tradizionale meccanica dei mercati finanziari.

Nel reddito fisso i rendimenti modesti sono messi sotto pressione dall'incremento dei tassi: in molti casi basta una caduta dei corsi per annullare il rendimento, già grammo di suo.

Nella componente azionaria solo la massima flessibilità e l'analisi "bottom up" delle singole società può bilanciare i rischi di listini tirati da valutazioni al di sopra delle medie storiche.

"Un luminoso ritorno della autentica gestione attiva è dietro l'angolo" scrive Alex Friedman, CEO del Gruppo GAM purchè, aggiungiamo noi, condotta "con onestà, discrezione, saggezza in base alle mutevoli circostanze ..", secondo le parole con cui il buon giudice Samuel Putnam di Boston riconobbe onestà e diligenza a Francis Amery, archetipo di tutti i gestori.



www.gam.com

seguiteci anche su:



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2015 GAM Investment Management (Switzerland) SA - tutti i diritti riservati



L'Alpha e il Beta

Editoriale

27 luglio 2015

Tiffany d'antan

Cambia lo Zeitgeist, lo spirito del tempo, ma non cambia il fascino esercitato dagli oggetti di lusso sin dall'inizio della storia.

Nelle ore di buio nessuno si avventurava nella vecchia cava sulla Collina dei Folletti a Mold, nel Galles nord-orientale. In molti parlavano delle apparizioni di un fantasma rilucente ai raggi della luna.

Ma la vecchia leggenda gallese varcò i limiti del paranormale e si confuse con la realtà quando nel 1833 gli operai della cava portarono alla luce una tomba in pietra che conteneva grani d'ambra, manufatti in ottone e i resti di uno scheletro avvolto in un foglio d'oro finemente lavorato, come una specie di mantello. Ecco spiegato il luccore notturno, era lo spettro di quel giovane rivestito del suo mantello d'oro!

Ma fantasma o no, gli operai non ebbero esitazioni a fare a pezzi il manufatto d'oro per dividerlo e se non fosse stato per il parroco del paese che informò le autorità a Londra, nessuno avrebbe saputo del ritrovamento e il pubblico del British Museum oggi non potrebbe ammirare la preziosa Cappa di Mold.



La Cappa di Mold, ca 2000 a. C. (fonte British Museum)

“Non sappiamo chi abbia forgiato la cappa” dice il direttore del British Museum Neil McGregor “ma doveva trattarsi di artigiani abilissimi, i Cartier e i Tiffany dell'Età del Bronzo europea”.

La Cappa di Mold, così come i manufatti preziosi trovati nelle tombe egizie o nelle necropoli minoiche testimoniano come, sin dall'inizio della storia, uomini e donne siano stati affascinati dagli oggetti preziosi.

E continueranno ad esserlo, se non per sempre almeno per i prossimi dieci anni, secondo le previsioni di uno studio del Boston Consulting Group presentato pochi mesi fa. Negli anni tra il 2008 e il 2014 il tasso di crescita annuale composto (CAGR) del settore del lusso è stato del 5%, un tasso di crescita che per gli esperti del BCG sarà mantenuto per un altro decennio.

In effetti negli ultimi anni le vendite globali di prodotti di lusso sono calate solo due volte, nel 2003 e nel periodo della crisi del 2008-2009 dalla quale il settore si riprese comunque rapidamente. Nel 2014 Bain & Co annota che le vendite globali del settore del lusso sono cresciute del 2% fino a toccare i 223 miliardi di euro, il triplo rispetto a venti anni fa.

Quello che lo studio mette in evidenza è che nei prossimi dieci anni la crescita del settore sarà per due terzi organica, cioè senza l'apertura di nuovi punti vendita. Le ragioni le spiega anche Scilla Huang Sun di GAM secondo la quale i grandi marchi stanno adeguando le loro prassi commerciali allo “Zeitgeist”, lo spirito del tempo.

E lo Zeitgeist di questi anni significa soprattutto digitale, la cui potenza annulla lo spazio, modifica il tempo, forgia le novità.

Nei protocolli DHCP, HTML o HTTP convergono e si mescolano le nuove semantiche di pratiche antiche come l'informazione, la comunicazione politica o le stesse relazioni personali. Nascono nuove professioni e quelle vecchie vengono trasformate dai nuovi stili: il giornalismo, la comunicazione, l'insegnamento, la consulenza finanziaria ...

La rivoluzione digitale investe naturalmente anche il commercio. Società del settore del lusso di grande storia e tradizioni non esitano

ad utilizzare i più moderni strumenti di vendita sul web.

Sono queste le ragioni per cui Scilla Huang Sun prevede che il settore crescerà in modo organico senza onerosi investimenti in nuovi punti vendita. Minori investimenti in aperture di negozi dunque e maggiori investimenti nello sviluppo dell'e-commerce e del digitale dove gli spazi di crescita sono ancora formidabili.

Le aziende del lusso si avvalgono anche, spiega ancora Scilla “di strumenti di marketing innovativi come ad esempio i rapporti con i blogger più influenti per raggiungere i consumatori e l'impiego di sistemi CRM per affinare la segmentazione dei clienti; lo scopo è migliorare l'esperienza di acquisto in tutti i canali di distribuzione”.

Ed è pur vero che i “Millennials”, cioè i giovani al di sotto dei 25 anni, pensano e acquistano in modo differente rispetto ai loro genitori “baby boomers”.

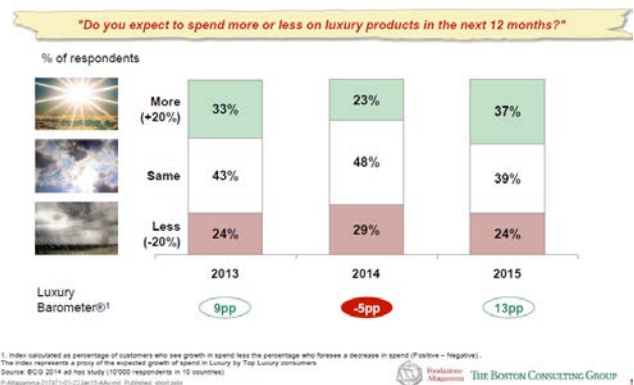
Dallo studio del Boston Consulting Group emergono tre conferme e tre cambiamenti.

La prima conferma è la solidità del “made in”: la grande maggioranza degli acquirenti di prodotti di qualità vuole conoscerne la provenienza e decidere anche sulla base di questa informazione.

La seconda granitica certezza è che tra tutti i “made in”, il “Made in Italy” si conferma il più autorevole, brand affermato nella fascia di tutti i prodotti di qualità salvo che nel settore delle auto, dove la leadership è tedesca, e degli orologi dove la primazia appartiene senza sorprese alla Svizzera.

La terza conferma riguarda il desiderio dei consumatori di essere coinvolti nella promozione del marchio: l'80% degli intervistati conferma di gradire il ruolo di “brand ambassador”, in una sorta di immedesimazione nei valori e nell'immagine che un dato marchio riesce a trasmettere.

I cambiamenti sono invece relativi all'affermazione di nuovi stili e abitudini di acquisto. Il passaparola o “buzz marketing”, per dirla con lo slang della comunicazione digitale, si sta affermando come il più importante strumento di influenza su una vasta platea di potenziali consumatori.



Torna la fiducia tra i consumatori (fonte “True Luxury: Global Consumer Insight” Boston Consulting Group, 2015)

Diventa cruciale, ai fini del successo, essere presenti sulla rete e sui social media e dunque il secondo cambiamento è nella sempre maggiore rilevanza della (efficace) comunicazione digitale. Il Boston Consulting Group stima che gli effetti della comunicazione online abbiano una ricaduta diretta sulle vendite globali superiore al 60%. Lo spostamento dell'attenzione verso il digitale e verso rapporti costanti con i blogger più influenti racconta il terzo cambiamento, la graduale perdita di rilevanza dei negozi. Attualmente l'e-commerce vale circa il 6% delle vendite totali dei prodotti del lusso, il raffronto con le vendite effettuate nei negozi griffati mostra ampissimi margini di miglioramento. La crescita riguarda naturalmente anche i possibili consumatori che dagli attuali 390 milioni diventeranno 465 milioni nel giro di pochi anni. “Aziende con management efficienti come Tiffany, Hermès e Burberry” spiega Scilla Huang Sun “sono tutt'altro che ferme sugli allori e si muovono assecondando lo “Zeitgeist”, lo spirito del tempo”.

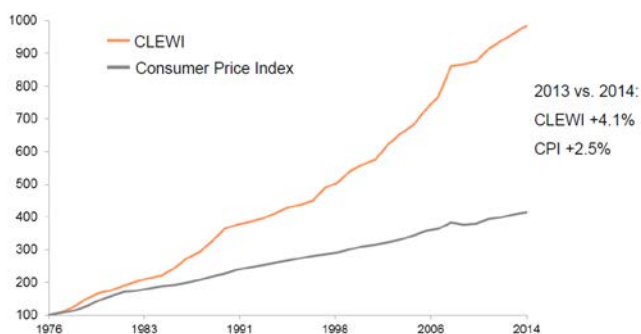
Solidi i risultati del settore nel primo trimestre del 2015 con una crescita media del 5% al netto degli effetti valutari. In uno scenario specularmente opposto a quello del 2014, quando le società soffrivano la forza dell'euro, sono stati soprattutto i marchi europei a registrare livelli di crescita a doppia cifra grazie all'effetto cambio mentre, per la stessa ragione, le aziende americane hanno consolidato dopo due anni di forte espansione.

In GAM stimiamo che nella seconda metà di quest'anno il settore del lusso continui a crescere del 6-8% grazie al più favorevole rapporto di cambio e al ritorno degli acquisti in Europa dove la crescita economica si fa più convincente.



Con il settore del lusso prosegue l'itinerario dell'Alpha e il Beta nella diversificazione su classi di attivo e temi di investimento che aiutino i portafogli ad affrancarsi, per quanto possibile, dalla "dittatura" dei rendimenti obbligazionari governativi e degli effetti di breve termine delle politiche monetarie.

L'investimento tematico costituisce un ulteriore mattone da affiancare agli altri mattoni dell'edificio di un portafoglio ben diversificato.



La linea rossa è l'indice CLEWI Cost of Living Extremely Well Index, creato da Forbes per tracciare i prezzi di prodotti di consumo esclusivi

Il settore del lusso presenta l'altra interessante caratteristica di salvaguardia dall'inflazione, argomento oggi tutt'altro che allarmante ma da tenere presente nell'orizzonte di lungo termine. La protezione dall'inflazione è nel "potere di prezzo" dei marchi: nessuno spende migliaia di euro in un orologio per sapere che ore sono, e nessuno

acquista auto costose solo per spostarsi da un luogo all'altro. Il fascino esercitato dagli oggetti di lusso, dalla Cappa di Mold ad oggi, consente alle aziende del settore di adeguare i listini senza compromettere il fatturato. Anzi, la crescita dei prezzi dei prodotti del lusso è generalmente superiore al tasso di inflazione con effetti immediati sui ratio finanziari: margini operativi elevati, liquidità netta, alti dividendi.

Il sociologo Thorntson Veblen scrive che il lusso "non sta nella ricchezza degli oggetti, ma nell'ostentazione che li accompagna", le grandi griffe lo sanno bene e ne approfittano.

Che ne approfittino anche gli investitori.



www.gam.com

seguiteci anche su:



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2015 GAM Investment Management (Switzerland) SA - tutti i diritti riservati



L'Alpha e il Beta

Editoriale

29 giugno 2015

Phishing for Phools

Nuove direzioni della scienza economica indicate da George Akerlof e Robert Shiller: “i molti vantaggi del mercato si accompagnano ai rischi della manipolazione e del raggiro”. Le idee dei due professori si attagliano anche ad alcuni rischi del risparmio gestito.

Niente bollicine in Franciacorta questa volta. Non si è parlato di metodo classico, semmai di teoria neoclassica nella giornata conclusiva della Summer School dell'Istituto I.S.E.O.* a Brescia.

“Phishing for Phools” è l'espressione con cui George Akerlof e Robert Shiller hanno presentato la loro idea dell'economia della manipolazione e del raggiro.

Il termine “phishing” comincia a diffondersi dal 1996 nell'ambito del mondo digitale in riferimento alle tecniche di ricerca e sottrazione dei dati personali di utenti internet per usi fraudolenti. I due economisti lo utilizzano per indicare i comportamenti sempre più sofisticati delle aziende per approfittare delle debolezze psicologiche e informative dei potenziali clienti.

Il libero mercato è uno strumento potente, forse il più potente tra quelli che regolano le moderne strutture sociali ed economiche. Ma così come altri potenti strumenti, ad esempio “le centrali nucleari o le motoseghe, anche il libero mercato presenta dei rischi”, quelli che conosciamo come ‘market failures’, i fallimenti. E' qui il nocciolo dell'argomento che Akerlof e Shiller hanno presentato agli studenti della Summer School ad Iseo, la teoria economica ripone eccessiva fiducia sui vantaggi del libero mercato ma non usa altrettanta cautela

nel riconoscere e trattarne i rischi.



George Akerlof e Robert Shiller (fonte Istituto I.S.E.O.)

Fino a quando ci saranno occasioni per fare profitti esisteranno tecniche per sfruttare le debolezze psicologiche e l'ignoranza dei consumatori. Il mercato non è sempre un luogo di benevolenza nel quale gli agenti cooperano per creare un bene maggiore, è invece un luogo insidioso, dietro ogni angolo possono nascondersi trucchi e raggiri per pescare possibili prede, “phishing for phools”, appunto. Gli strascichi della crisi del 2007-2008 sono ancora lì a testimoniare, per questo George Akerlof e Robert Shiller tentano una strada del tutto nuova per la scienza economica.

“L'economia moderna fonda sulla soddisfazione dei bisogni degli individui, sia i bisogni reali che quelli immaginari” spiega Shiller “phishing sono tutte quelle tecniche sofisticate finalizzate a vendere a qualcuno qualcosa che egli pensa sia necessaria anche se nella

*Vale la pena raccontare come è nato l'Istituto I.S.E.O. e la sua Summer School. Eterogenesi dei fini, direbbero i filosofi, azioni che danno origine a conseguenze inattese: l'Istituto I.S.E.O. è nato quasi casualmente, un atto preterintenzionale per gli stessi fondatori tra i quali l'economista Franco Modigliani e il giornalista RAI Riccardo Venchiarutti. All'inizio di tutto c'è un servizio dell'inserito domenicale del New York Times dedicato al Lago d'Iseo. Franco Modigliani aveva letto l'articolo e durante un soggiorno in Italia aveva colto l'occasione per visitare la Franciacorta e il lago. Un susseguirsi di imprevedibili e fortunati sincronismi fece incontrare Riccardo Venchiarutti con il premio Nobel dell'Economia. Il comune sentire tra i due si trasformò rapidamente in un amichevole sodalizio che Riccardo, oggi sindaco di Iseo, racconta nel suo libro “Un Nobel per amico” (2008). L'inarrestabile moto degli ingranaggi del caso proseguì con il sempre maggiore coinvolgimento del professore di Boston nelle vicende economiche italiane fino all'idea di un centro di ricerca e di approfondimento delle questioni economiche. E' così che nasce ad Iseo, nel 1998, l'Istituto di Studi sull'Economia e l'Occupazione, I.S.E.O. con i puntini. “La telefonata a Franco fu di primissima mattina” scrive Riccardo “e la risposta immediata: ‘grande idea, ma pretendo’ disse Modigliani vispissimo ‘di esserne presidente, e tu sarai il vice’”. Alla scomparsa di Franco Modigliani il ruolo di presidente venne assunto da Robert Solow, amico e vicino di stanza di Modigliani al MIT, a sua volta laureato con il Nobel nel 1987. La 1^ edizione della Summer School è del 2004.



realtà non è così”.

Di una brochure pubblicitaria particolarmente seducente Foster Wallace scrive che “nella brochure della crociera voi siete esonerati dalla fatica di costruire il sogno, lo fa la pubblicità al posto vostro ... non manipola la vostra capacità d’azione: semplicemente, la sostituisce”. Sono i meccanismi della persuasione ben noti alle società commerciali e che fanno leva su bisogni dei consumatori diversi da quelli reali. Avremo modo di tornare in futuro su questo aspetto.

Nel mercato dunque avvengono la contrattazione degli scambi, la realizzazione dei profitti, la circolazione delle buone idee. Ma lo stesso mercato non protegge gli operatori ‘naive’, o ‘phools’, che diventano facili prede del ‘phishing’, del raggiro.

Ma chi sono davvero i ‘phools’?

“Rigorosamente con il ph” ricorda ridendo Shiller, per non confonderli con il termine inglese ‘fool’, sciocco. Si raccomanda cautela prima di tirarsi precipitosamente fuori dal mucchio perché in qualche misura tutti siamo, o siamo stati più o meno consapevolmente, ‘phool’.

Secondo Shiller ‘phool’ è colui viene abilmente adescato e non è necessariamente ‘fool’, sciocco.

Un esempio concreto di ‘phishing for phools’ lo può testimoniare chiunque abbia sottoscritto almeno una volta un abbonamento a palestre o club wellness: per molti il deprimente bilancio alla fine dell’anno sarà scoprire che avrebbero speso meno se avessero pagato il costo unitario dei singoli ingressi.

Per Akerlof è ‘phool’ colui che assume una decisione perfettamente razionale ma ... sbagliata. L’abbonamento annuale è razionale perché economicamente più vantaggioso rispetto ad altre soluzioni o addirittura rispetto al costo dell’ingresso singolo, ma la razionalità sbiadisce davanti all’evidenza che, dopo poche settimane di fedeltà, la frequentazione della palestra o del club diventa via via sempre meno costante.

Le tecniche di ‘phishing’, di adescamento di clienti sono numerose, dai messaggi pubblicitari che fanno leva sulle debolezze emotive dei potenziali clienti ai profumi delle pasticcerie che invogliano ad entrare ed assaggiare.

Il caso dei profumi delle pasticcerie è preso da George Akerlof come metafora perfetta delle tentazioni che il mercato mette in atto per fare leva sulle debolezze emotive o informative degli altri operatori e che

non va necessariamente nel loro interesse, come le pasticcerie non sono la scelta più saggia per i tre quarti della popolazione americana sovrappeso.

Uno dei principali campi di ricerca di Akerlof è tra l’altro quello delle asimmetrie informative che nel 2001 gli è valso il riconoscimento del premio Nobel assieme a Joseph Stiglitz e Michael Spence.



Franco Modigliani (1918 – 2003) fondatore dell’Istituto I.S.E.O. in un disegno di Fabio Sironi (fonte “Un Nobel per amico” Riccardo Venchiarutti 2008)

L’espressione ‘Phishing for Phools’ costituisce anche una sorta di haiku della Grande Recessione, una succinta spiegazione di ciò che accadde nella seconda metà degli anni 2000, per Akerlof “l’evento centrale della storia di questo nostro tempo”.

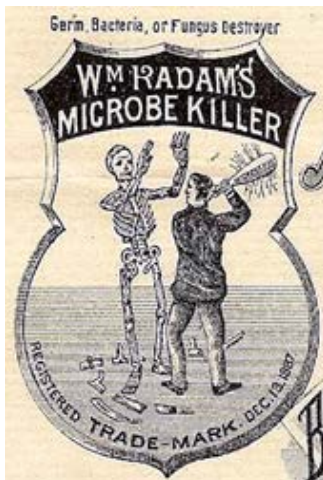
Con il senno del poi è oggi chiaro che l’attribuzione di rating alla gran parte delle cartolarizzazioni emesse in quegli anni era resa pressoché impossibile dall’inaccessibilità alle informazioni sul sottostante, migliaia di mutui e altri impegni finanziari spaccettati. Eppure la reputazione delle agenzie di rating, costruita in decenni di affidabile attività nella valutazione della capacità di rimborso di società emittenti, indusse il mercato a prendere per validi quei rating (moltitudini di ‘phools’, in tutta evidenza). I rating sancivano livelli di affidabilità a titoli che banche commerciali, banche di investimento, hedge funds e società di gestione scambiavano, usavano come

collaterale, mantenevano in portafoglio per il loro extra rendimento.

Come è andata a finire lo sappiamo.

“Il mercato è uno strumento potente” sintetizza George Akerlof “ma è come un coltello che ha una lama con doppio taglio, bisogna saperlo”. Per Shiller e Akerlof non c’è spazio per equivoci, anche il mercato finanziario deve essere regolato, come nel 1906 venne regolata la vendita di farmaci negli Stati Uniti. Fino a quel momento era consentita la pubblicità e la messa in commercio di rimedi miracolosi dati per buoni “contro tutte le malattie”.

Tutti i potenziali “phool” devono essere tutelati, per quanto possibile, dai rischi di “phishing”.



La pubblicità del farmaco “ammazzabatteri” di William Radam, in realtà una soluzione composta al 99% di acqua con tracce di acido solforico e cenere (fonte, presentazione di G. Akerlof)

Akerlof e Shiller fanno riferimento soprattutto al sistema americano ma la raccomandazione è generale e vale anche per il risparmio gestito dove sono più diffuse quelle che i due economisti definiscono “debolezze informative e psicologiche”.

Le cronache finanziarie degli ultimi anni hanno dimostrato con meridiana lucentezza l’insostenibilità del “fai da te”, troppo pericoloso a fronte di erraticità che sfidano l’esperienza degli stessi operatori professionali.

Dal canto suo la normativa Mifid ha contribuito ad innalzare gli standard di tutela dei molti “phool”, le potenziali vittime delle

lusinghe di rendimenti elevati in cambio di nessun rischio.

Ma qui entra in gioco la responsabilità del singolo individuo, che deve scegliere se lasciarsi agganciare dalle tecniche di phishing oppure se esercitare una difesa attiva, fatta di conoscenza e consapevolezza. In questo caso non è in gioco l’abbonamento alla palestra ma i risparmi e la pianificazione finanziaria familiare.

Due considerazioni. La prima riguarda l’industria del risparmio gestito, davvero una “casa di vetro” più trasparente di altri luoghi che intercettano il risparmio, nella quale sono accessibili le informazioni relative a costi, limiti di investimento, livello di rischio, ratio statistici di tutti gli strumenti di investimento. Nel corso del tempo l’attività di consulenza finanziaria si è sempre più affinata e sono stati raggiunti elevati standard di qualità, i consulenti sono mediamente molto preparati, la clientela è mediamente molto soddisfatta.

La seconda considerazione riguarda la rilevanza dell’educazione finanziaria: un risparmiatore evoluto, consapevole della complessità della pianificazione nel tempo del suo portafoglio, sarà meno facilmente preda nelle reti di grossolane promesse.

Accetterà, anche consapevolmente, di essere abbindolato dall’abbonamento annuale alla palestra ma non sarà mai un “phool” irretito dall’amo di spregiudicati “phishing” finanziari.



www.gam.com

seguiteci anche su:



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.

Copyright © 2015 GAM Investment Management (Switzerland) SA - tutti i diritti riservati

