

THE TIMES THEY ARE A-CHANGIN'

Le prime evidenze della nuova stagione degli utili sembrano compensare, al momento, l'inflazione ancora alta la cui transitorietà, nella migliore delle ipotesi, andrà misurata in trimestri e non in mesi. Non sappiamo se stiamo registrando le avvisaglie di un cambio di regime, ma se cambiano i fondamentali del mercato, non cambiano i fondamentali degli investimenti

Con assertivo stampatello, e lettere enormi, sul travertino del Palazzo della Civiltà Italiana a Roma è incisa la frase sugli italiani "popolo di poeti, artisti ed eroi ...", diventata popolare anche per le rivisitazioni canzonatorie del dopoguerra, inevitabile contrappasso alla retorica degli anni Trenta. In una serata tra amici potrebbe essere divertente il gioco dell'aggiornamento delle caratteristiche del popolo italiano, forse con meno poeti, santi e navigatori e con più ... ciascuno riempia i puntini a piacimento. Se partecipassi al gioco, aggiungerei "popolo di risparmiatori". Anzi, formidabili risparmiatori.

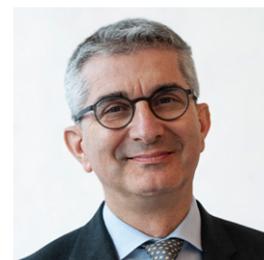


Palazzo della Civiltà Italiana.

Non investitori però, il risparmio che giace improduttivo sui conti correnti è superiore al 90% del Pil, plastica dimostrazione di quanto siano necessarie l'educazione finanziaria e la divulgazione; il denaro sottratto al virtuoso circuito del reddito non remunera l'investitore, semmai gli procura un insidioso costo nascosto e, parimenti, non aiuta l'economia.

Il risparmio, tutelato dalla Costituzione, ha la duplice funzione sociale di assicurare la serenità finanziaria delle famiglie nel tempo e apportare risorse al sistema produttivo.

Vale la pena ricordarlo nel mese dedicato all'educazione finanziaria: il 76,9% degli italiani, secondo il sondaggio Assogestioni Censis presentato al Salone del Risparmio, dichiara di avere capacità di risparmio ma la scarsa educazione finanziaria amplifica la percezione dei rischi. Il "presentismo" fa il resto, ottunde l'interesse agli investimenti di lungo termine e costruisce una "trappola della liquidità" molto diversa da quella dei manuali ma altrettanto pericolosa. La preferenza alla liquidità è generata dal "bias" comportamentale del controllo o, detto altrimenti, della "sindrome di Zio Paperone": voglio vedere e controllare il mio denaro, saperlo a mia disposizione, al riparo della volatilità e volubilità dei mercati.



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

Lei e la sua famiglia risparmiante? Se sì, grosso modo potrebbe indicare quale quota del suo reddito mensile?	Fino a 15 mila euro annui	Tra 15 mila e 30 mila	Tra 30 mila e 50 mila	Oltre 50 mila euro	Totale
Sì, di cui	66,6	81,7	82,7	91,4	76,9
Fino al 5%	29,3	28,1	19,8	13,1	25,1
Tra il 6 e il 15%	22,1	34,8	35,4	30,9	30,2
Tra il 16 e il 20%	7,3	12,3	20,2	32,4	13,7
Oltre il 20%	8,0	6,5	7,4	15,1	7,9
No, non risparmio/risparmio	33,4	18,3	17,3	8,6	23,1
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Assogestioni Censis, Rapporto Annuale "Le scelte di investimento degli italiani" 2021

L'eccesso di liquidità sui conti non è una caratteristica del solo risparmiatore italiano, le sue paure sono le medesime che inducono i risparmiatori tedeschi, inglesi o americani a reagire nello stesso modo. Anche nei conti delle società c'è liquidità in eccesso: il 2020 ha frenato l'attività ma, nello stesso tempo, ha drasticamente tagliato i costi. John Authers di Bloomberg mette in evidenza che i margini operativi sono i più alti dagli anni Novanta e i valori del "Return on Equity", l'indice che misura la redditività del capitale, sono prossimi a livelli storicamente tra i più elevati.



Fonte: John Authers, Points of Return, Bloomberg

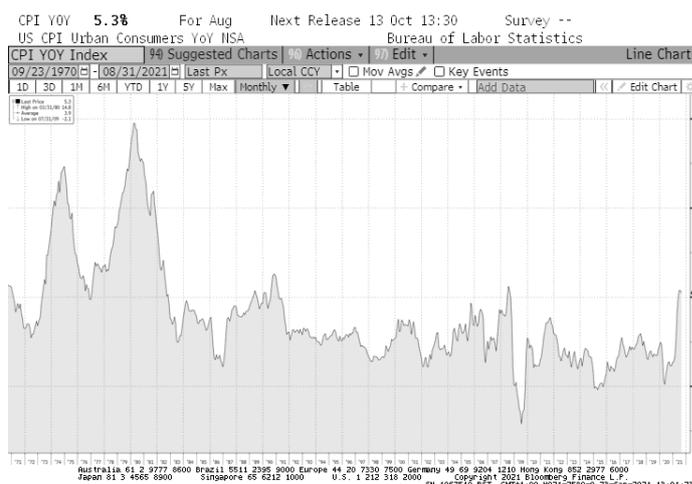
Un'abbondanza di liquidità che è ulteriore picconata all'idea di stagflazione da anni Settanta, similitudine impropria, dicevamo la scorsa settimana: dopo la compressione del 2020 è verosimile attenderci un "effetto molla" anche nella spesa per investimenti; gli obiettivi delle "zero emissioni" richiederanno investimenti ingenti e daranno una buona spinta anche al "capex".

Siamo lontani, almeno per la parte "stag", dalla temuta stagflazione, l'economia americana prosegue nel sentiero della ripresa: "nonostante l'impennata della variante Delta ... complessivamente le prospettive di crescita restano favorevoli, benché con una incertezza insolitamente elevata", scrivono alla Federal Bank di San Francisco.

Le prime evidenze della nuova tornata di risultati trimestrali confermano le buone condizioni dell'economia e sembrano bilanciare, almeno per il momento, il dato dell'inflazione ancora a 5,4%, sopra il 4% depurata dalle componenti volatili.

Con tutta probabilità il 3 novembre comincerà il tapering della Fed, la riduzione graduale degli acquisti che dovrebbe concludersi a metà 2022.

"Transitoria è la parola che non si può dire", ha detto con una divertente gag il presidente della Federal Reserve di Atlanta, "un dollaro nel barattolo ogni volta che la si pronuncia". Raphael Bostic ha però ricordato che inflazione più alta vuol dire più alta crescita e maggiori posti di lavoro. La settimana scorsa dicevamo che nella migliore delle ipotesi la transitorietà dell'inflazione (un dollaro nel barattolo!) dovrà essere misurata in trimestri e non in mesi ma, come sempre, non siamo nelle condizioni di prevedere come andrà. Il futuro giace nel grembo di Giove, non sappiamo se nel corso del 2022 l'inflazione tornerà verso la soglia del 2% o se invece ci troviamo in un punto di flesso, all'inizio di un cambio di regime.



Inflazione al consumo negli Stati Uniti (US CPI Urban Consumer Index YoY, fonte GAM Investments, Bloomberg).

Mentre le vaccinazioni aiutano a uscire dall'emergenza sanitaria (quando si era confinati in casa aspettavamo il vaccino per riacquistare la libertà di muoverci, oggi c'è chi rifiuta il vaccino in nome della libertà ...), le banche centrali si apprestano a uscire dalla straordinarietà delle politiche messe in atto nel contrasto alle conseguenze economiche della pandemia.

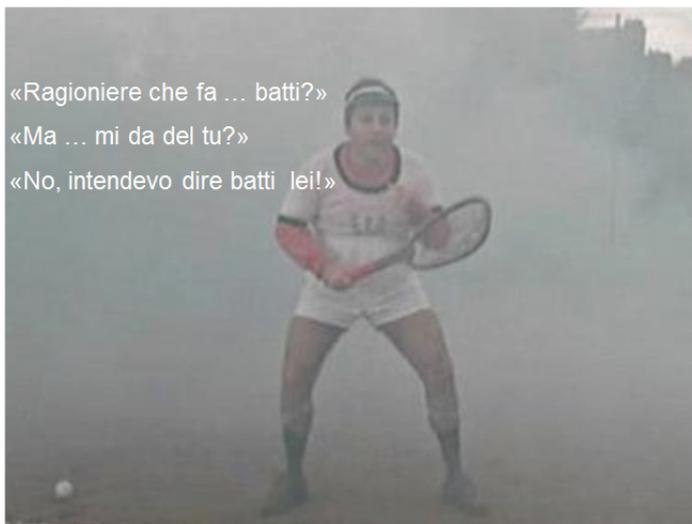
Il loro ruolo dovrebbe essere assunto dai governi, scrive Martin Wolf e "l'austerità anticipata che fece seguito alla crisi finanziaria globale non deve essere ripetuta, il supporto fiscale dovrà essere generoso là dove serve e prudente il suo inasprimento".

Il passaggio di testimone tra politiche monetarie e fiscali sarà cruciale nel governare questa fase del tutto nuova. Il protagonismo delle banche centrali ha segnato il decennio che abbiamo alle spalle: si sono occupate della stabilità dei prezzi, con facilità data l'assenza di inflazione, e della crescita economica, mestiere più difficile almeno in Europa, dove le politiche fiscali sono state assenti fino al 2020. La delocalizzazione degli impianti aveva frenato la salita dei salari ed efficientato i sistemi di fornitura, non si registravano significative interruzioni se non a causa di cataclismi naturali, come accadde ad esempio nel 2011, con il disastro di Fukushima.

Oggi quelle condizioni si affievoliscono e si staglia uno scenario inedito, sono i primi segnali di un cambio di paradigma? I tempi stanno cambiando, canta Bob Dylan, la pandemia ha accelerato processi ed evoluzioni nell'economia e nella società destinati a durare. Nei prezzi del gas e dell'energia si cominciano ad avvertire, ad esempio, le onde d'urto provocate dalle transizioni energetica e digitale. Il petrolio cominciò a essere estratto per fini commerciali negli anni Sessanta del XIX secolo, dopo cinquant'anni rappresentava appena il 10% dell'offerta globale di energia, ci vollero altri trent'anni per arrivare al 25% e servirono settant'anni per far arrivare al 20% il contributo del gas naturale. La transizione energetica richiederà anni, nel medio lungo periodo sarà un fattore decisivo di creazione di valore e lo stesso vale per la transizione digitale e per le diverse dinamiche demografiche nelle economie avanzate e in quelle emergenti.

Se cambiano i fondamentali dello scenario, non cambiano però i fondamentali degli investimenti.

I dati del Pil non raccontano mai tutta la storia, sono necessariamente approssimativi, nascondono le differenze tra i vari settori, le loro performance, la velocità o la vischiosità con le quali reagiscono ai fattori esterni. Le reazioni disuguali alle condizioni dello scenario originano dispersioni dei rendimenti, l'ambiente che più di altri richiede gestione attiva nei portafogli e flessibilità negli investitori.



Negli anni Settanta Charles Ellis tracciava la similitudine tra l'attività di investimento e il gioco del tennis amatoriale (L'Alpha e il Beta 26 settembre 2016).

A proposito di flessibilità, abbiamo ricordato in passato le analogie tra l'attività d'investimento e il gioco del tennis, in modo particolare il tennis praticato dai dilettanti. Similitudini notate da Charles Ellis: nei grandi tornei internazionali i campioni prevalgono con la tecnica e la potenza atletica ma nei tennis club le cose sono all'esatto opposto, i giocatori più bravi sono coloro che sbagliano meno.

Nel tennis praticato a livello amatoriale i punti sono soprattutto persi e, con l'eccezione di qualche giocatore sopra la media, vince generalmente chi sa controllare il proprio gioco, chi fa meno errori.

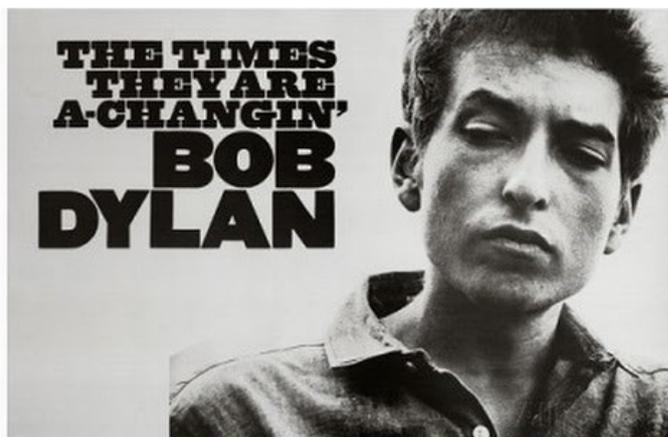
La complessità dei mercati e le molte incertezze suggeriscono di assumere lo stesso atteggiamento del bravo tennista dilettante, controllare il gioco, non assumere rischi eccessivi, non perdere punti.

Il responsabile di un grande fondo pensione americano dichiarava che le performance annuali del suo fondo non si erano mai piazzate sotto il 47° percentile ma, d'altro canto, mai neppure sopra il 27°. Un risultato tutt'altro che esaltante o di cui vantarsi eppure, nell'intero arco dei quindici anni della sua direzione, il fondo pensione rimase costantemente nel quarto percentile della classifica. Quel manager evidentemente sapeva controllare il gioco, performance mai eccelse e mai disastrose, vincitore della partita nel lungo termine.

L'esempio del fondo pensione non è l'elogio della mediocrità fantozziana e della partita a tennis nella nebbia. Il riferimento più appropriato è con l'aurea mediocritas di Orazio, che non si traduce con mediocrità ma con moderazione, la posizione intermedia che evita gli estremi e respinge l'eccesso.

“Non si può conoscere l'imprevedibile ma se ne può prevedere l'eventualità” scrive Edgar Morin, facendo eco al concetto di anti-vulnerabilità sviluppato da Paolo Legrenzi. I cambiamenti esigono sempre spirito di adattamento e flessibilità mentale. In questo crocevia della storia in cui “the times they are a-changin'”, i portafogli richiedono altrettanta flessibilità.

La frase di Morin restituisce con efficace sintesi il comportamento corretto: tentare di evitare le crisi è esercizio vacuo, adattare il portafoglio al loro superamento nel tempo è la via maestra dei capitali pazienti.



Pubblicato nel 1964, “The Times They Are A-Changin'” è il terzo album di Bob Dylan.

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.