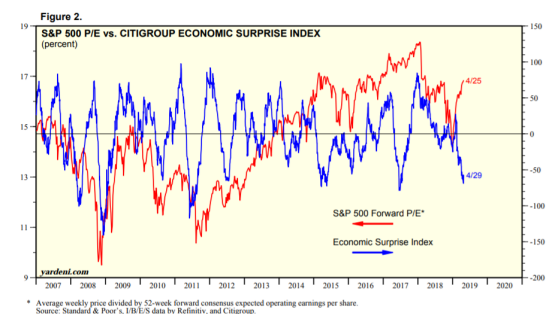


SCELTE DI INVESTIMENTO E SOSTENIBILITÀ

I rappresentanti dei paesi del G7, in occasione dell'incontro a Metz in Francia il 5 e 6 maggio, hanno tutti condiviso il rapporto intergovernativo sulle esigenze di uno sviluppo sostenibile per preservare il pianeta in cui viviamo. Speriamo che non sia troppo tardi. Perché tanta inerzia, tanta resistenza ad accettare orizzonti lunghi e tali da far emergere e rendere consapevoli di tendenze evidenti e a lungo termine ma non urgenti sui tempi brevi? O che, almeno, non paiono urgenti ai più sui tempi brevi, anche se in realtà lo sono? La risposta a queste domande è collegata a questioni che si pongono in scenari solo apparentemente diversi, proprio quelli della gestione degli investimenti.

Il rapporto tra risparmio, sostenibilità, stili di investimento, razionalità nelle scelte, ruolo delle emozioni e tempi lunghi sono così stretti da poter dire che sono come le facce di uno stesso cubo. E' un cubo solido, compatto, pesante, non facile da reggere sui tempi lunghi, sicché le battaglie per nuovi approcci sia alla gestione dell'ambiente sia alla gestione dei risparmi richiedono tenacia, pazienza, e un po' di attenzione, se non passione.



Sui tempi brevi compaiono continue sorprese in campo economico finanziario ma alla fin fine sono gli utili delle aziende a spingere lo S&P500. Fonte: Bloomberg modificata.

Recentemente negli Stati Uniti è stato pubblicato da Barron un intervento di John Clifton "Jack" Bogle del 2007. Bogle è il fondatore di Vanguard, la società che distribuisce fondi d'investimento replicanti, detti anche passivi, a costi bassissimi. Bogle considera Pascal il suo ispiratore. Pascal sosteneva che molti guai discendono dalla difficoltà nel riuscire a stare fermi e tranquilli in una stanza. Ecco, più in dettaglio, alcuni precetti di Bogle ricordati da Amie Tsang nel necrologio del New York Times del 17 gennaio 2019:

1. Ragiona sui tempi lunghi e avrai benefici
2. Persevera senza emozionarti
3. Cerca di estendere non solo i tempi ma anche gli spazi. Nel caso degli investimenti potrai possedere, al limite, una quota infinitesimale dei mercati azionari di tutto il mondo in proporzione alla forza delle rispettive economie dei vari paesi.

Trovate queste caratteristiche nella gestione del fondo sovrano norvegese che da più di venti anni ha reso mediamente il 6%. Se adottate e seguite i precetti di Pascal difficilmente cadrete nelle trappole emotive tipiche, come vendere sui ribassi e comprare sui rialzi. I norvegesi sono freddi (in tutti i sensi). Diversificazione e disciplina. Sembra facile, ma i fatti mostrano, forse sorprendentemente, che non lo è.



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

Table 1 Return on the fund's equity investments in first quarter 2019 by sector. Measured in international currency. Percent

Sector	Return	Share of equity investments ¹
Financials	10.6	23.4
Technology	17.6	13.4
Industrials	14.1	13.1
Consumer goods	11.6	12.0
Health care	9.8	11.0
Consumer services	12.2	10.7
Oil and gas	14.1	5.9
Basic materials	11.2	4.7
Telecommunications	5.9	2.8
Utilities	10.8	2.8

¹ Does not sum up to 100 percent because cash and derivatives are not included.

Table 2 The fund's largest equity holdings as at 31 March 2019. Millions of kroner

Company	Country	Holding
Apple Inc	US	76,055
Microsoft Corp	US	75,801
Alphabet Inc	US	65,883
Amazon.com Inc	US	65,194
Nestlé SA	Switzerland	63,788
Royal Dutch Shell PLC	UK	51,891
Roche Holding AG	Switzerland	44,760
Novartis AG	Switzerland	44,551
Facebook Inc	US	36,381
Berkshire Hathaway Inc	US	34,839

Table 1 Return on the fund's equity investments in first quarter 2019 by sector. Measured in international currency. Percent

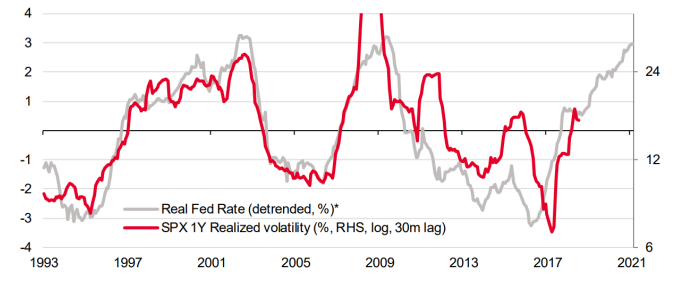
Sector	Return	Share of equity investments ¹
Financials	10.6	23.4
Technology	17.6	13.4
Industrials	14.1	13.1
Consumer goods	11.6	12.0
Health care	9.8	11.0
Consumer services	12.2	10.7
Oil and gas	14.1	5.9
Basic materials	11.2	4.7
Telecommunications	5.9	2.8
Utilities	10.8	2.8

¹ Does not sum up to 100 percent because cash and derivatives are not included.

Table 2 The fund's largest equity holdings as at 31 March 2019. Millions of kroner

Company	Country	Holding
Apple Inc	US	76,055
Microsoft Corp	US	75,801
Alphabet Inc	US	65,883
Amazon.com Inc	US	65,194
Nestlé SA	Switzerland	63,788
Royal Dutch Shell PLC	UK	51,891
Roche Holding AG	Switzerland	44,760
Novartis AG	Switzerland	44,551
Facebook Inc	US	36,381
Berkshire Hathaway Inc	US	34,839

Real Fed rates are the most accurate predictor of future S&P 500 volatility, as per our analysis



*Please contact the team for details on the calculation of real fed funds rate. Source: SG Cross Asset Research/Derivatives, Bloomberg, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Sui tempi lunghi il valore reale (disinflazionato) dei tassi stabiliti dalla FED è correlato, con un certo ritardo, alla volatilità dello S&P500. Il mondo è meno sorprendente sui tempi lunghi di quanto non lo sia sui tempi brevi. E' il paradosso della sostenibilità che agisce sia nei rapporti con l'ambiente che con i risparmi. Fonte: Bloomberg modificato.

L'idea di fondo che ha guidato Bogle all'inizio è stata guardata con sospetto perché si dava per scontato che un gestore dovesse fare meglio dell'indice di riferimento. Questo capita in alcuni casi, anche per periodi abbastanza lunghi. Il punto però è che la media dei mercati azionari fa meglio della media dei gestori. Siccome i gestori sono in concorrenza e agiscono indipendentemente gli uni dagli altri nel costruire i loro prodotti, questo risultato non è poi così stupefacente (se ci pensate bene).

Il primo ad accorgersene fu Francis Galton, un genio poliedrico inglese le cui scoperte hanno spaziato dalla statistica fino a quelle che oggi si chiamano scienze cognitive. Galton, da vecchio, si era ritirato in Cornovaglia. Un giorno andò alla fiera di un vicino paese di campagna dove era in corso una lotteria. Il premio sarebbe andato a chi fosse riuscito a indovinare il peso di un bue. Alla fine della gara, Galton esaminò i biglietti di tutti i partecipanti. Ognuno aveva espresso la sua opinione indipendentemente dagli altri. Galton, registrando e analizzando tutti i giudizi, scoprì un effetto che da allora sarebbe stato chiamato "la saggezza della folla", a imitazione del titolo Vox populi con cui aveva pubblicato il suo lavoro nel 1907 sulla già allora prestigiosa rivista Nature. L'effetto consiste nel fatto che i singoli giudizi si possono anche scostare molto dal peso esatto del bue: alcuni lo sopravvalutano, altri lo sottovalutano. Se calcolate però la media aritmetica di tutti i giudizi (Galton in realtà aveva calcolato la mediana, ma qui non importa), scoprite che la media va molto vicina alla risposta corretta: la folla è più accurata della maggioranza dei suoi singoli membri. Lo stesso avviene con i diversi gestori che agiscono in modo indipendente.

Composizione del fondo sovrano norvegese nel primo quadrimestre 2019. Il fondo è diversificato in tutto il mondo in proporzione al peso delle varie economie: 70% in azioni, 25% reddito fisso e 5% immobiliare. Una miscela perfetta, almeno sui tempi lunghi, anche per un risparmiatore che deve investire poche decine di migliaia di euro e non un miliardo. Fonte: Bloomberg modificata.

La pazienza e i tempi lunghi determinano un'enorme differenza per quanto riguarda le conseguenze dei diversi costi di gestione annuali degli investimenti, un tema divenuto attuale grazie ai preceetti della Mifid2. Bogle ricorda le notevoli differenze che emergono sui tempi medi dal confronto con il costo dello 0,06% annuo del suo fondo azionario più diffuso. Avendo investito 10mila euro, la differenza dopo un decennio sarà di almeno 2mila euro, se confrontate gli effetti cumulati della differenza tra lo 0,06% annuo e il costo dei più economici fondi azionari tradizionali distribuiti oggi in Italia. Se poi allungate il periodo temporale per il confronto, la differenza diventa abissale. Ovviamente tali costi sono più che giustificati se invece seguite tutto il patrimonio, come ho mostrato in dettaglio nelle mie lezioni dedicate al costo della consulenza. Possiamo parlare di "consulenza sostenibile" se questa si dedica a tutto il patrimonio, tutto il capitale umano di un risparmiatore e delle persone che sono nel suo "cerchio degli affetti".

Di conseguenza, se calcolate la media degli effetti delle scelte di tutti i gestori, questa media non riesce a battere la media delle scelte che determinano l'andamento del mercato nel suo complesso. Perché questo effetto appaia evidente bisogna però allargare gli spazi e i tempi di esame: tutto il mercato e tutti i gestori. E' proprio quello che si deve fare se avete a cuore il tema della sostenibilità: dovete esaminare quello che succede alla terra in funzione di quello che tutti gli uomini fanno e degli effetti che tutte le loro azioni sui tempi lunghi. Il paradosso della sostenibilità e degli investimenti è lo stesso: gli effetti sono ingenti, nel male e nel bene, sui tempi lunghi mentre i meno accorti non li vedono sui tempi brevi.

Ed ecco perché un consulente è indispensabile se il consulente non si limita a seguire sui tempi brevi solo la componente finanziaria affidatagli dal cliente ma tutte le questioni legate alla valorizzazione e trasmissione del capitale umano per più generazioni.

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.