

SEGRETI DI TRADING

## La legge di Gresham

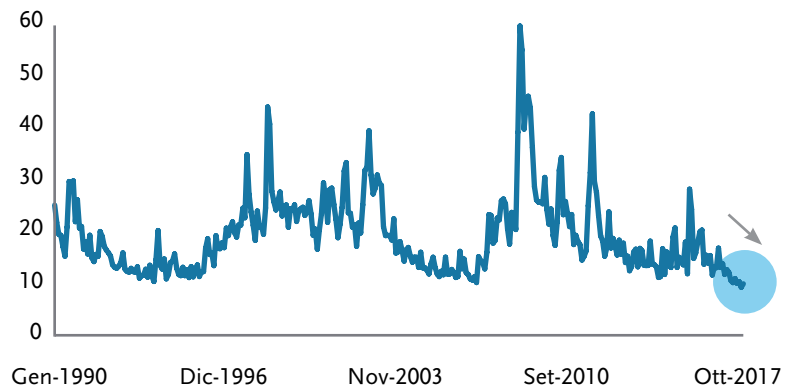
TAD RIVELLE | NOVEMBRE 2017

Quest'anno, il premio Nobel per l'economia è stato assegnato a Richard Thaler, pioniere dell'economia comportamentale. Ma oggi vorrei parlarvi di un altro premio Nobel, meno noto: Kenneth Arrow. Come ufficiale meteorologico durante la Seconda guerra mondiale, Arrow aveva il compito di analizzare l'affidabilità delle previsioni a lungo termine dell'esercito. E la sua conclusione fu che il meteo dell'US Army non valeva la carta su cui era scritto. Il capitano Arrow inviò il suo rapporto ai propri superiori, col solo risultato di sentirsi dire: "Sì, il Generale è cosciente dell'inaffidabilità delle previsioni meteo. Ma ne ha bisogno per pianificare le sue operazioni militari".

Insomma, forse non c'è bisogno di un premio Nobel per capire che dietro i processi decisionali c'è in genere una certa carenza di razionalità. Un esempio? I mercati dei capitali. Sebbene siano costruiti in maniera sottile e ingegnosa, i mercati di capitali sono nondimeno determinati dal comportamento di una massa composta da milioni di investitori. Una massa che è il riflesso di noi stessi e che esprime necessariamente le nostre conoscenze più sofisticate e i nostri timori più irrazionali, oltre a tutte le sfumature fra questi due estremi. E questo ci porta al tema del giorno: la legge di Gresham. Sir Thomas Gresham era un banchiere inglese dell'epoca di Enrico VIII e il suo nome è ovviamente legato al celebre principio: "la moneta cattiva scaccia quella buona." I collezionisti di monete di una certa età ricordano certamente il fenomeno della quasi immediata sparizione dalla circolazione delle monete americane in argento, dopo l'autorizzazione del Congresso US ad utilizzare metalli di base per il conio, a partire dal 1965. Anche se tutte le monete – in argento o rame – avevano lo stesso valore legale, solo quelle in argento sparirono dalla circolazione. Forse vi starete chiedendo cosa c'entra tutto questo con gli investimenti in obbligazioni? Più di quanto crediate!

Pensiamo alle condizioni dei mercati finanziari, come si evincono dalle metriche della volatilità implicita:

Indice VIX

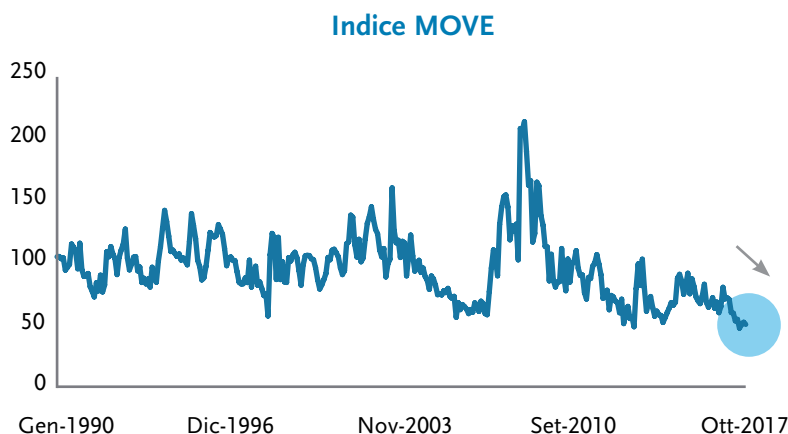


Fonte: Bloomberg

**Tad Rivelle**

Group Managing Director  
Chief Investment Officer–Fixed Income  
Co-Director Fixed Income

Tad Rivelle è Chief Investment Officer, Fixed Income, con l'incarico di supervisionare oltre 160 Mld\$ di asset di fixed income statunitensi, fra cui circa 100 Mld\$ di asset di fondi comuni investiti in fixed income U.S. con i brand TCW Funds e MetWest Funds. Prima di entrare in TCW, Tad ha ricoperto l'incarico di Chief Investment Officer per MetWest, un gestore indipendente di investimenti istituzionali di cui è stato il co-fondatore. Il team di investimento MetWest ha ottenuto diversi premi per le performance ottenute, fra cui il titolo di Fixed Income Manager of the Year, assegnato da Morningstar. Tad Rivelle ha ricoperto anche l'incarico di Co-director of fixed income in Hotchkis & Wiley e di gestore di portafoglio in PIMCO. Tad ha conseguito un BS in Fisica presso l'Università di Yale, un MS in Matematica Applicata presso l'University of Southern California e un MBA presso la UCLA Anderson School of Management.



Entrambi gli indici si aggirano su livelli storicamente bassi. Se i mercati fossero “gestiti” secondo i migliori principi della saggezza e della razionalità del genere umano, saremmo costretti a concludere che un fantomatico “Sig. Mercato”, basandosi sulla sua visione collettiva, ha deciso che i mercati dei capitali sono oggi più sicuri di quanto non siamo mai stati nell'ultimo quarto di secolo. Una conclusione quanto meno sconcertante. Ma se la razionalità non può spiegare un minimo storico su 25 anni nelle aspettative di rischio, allora dobbiamo necessariamente concludere che deve esserci un'altra spiegazione, meno razionale. Ve ne proponiamo una: gli investitori, nella loro larga maggioranza, hanno fame di rendimento e sono quindi pronti ad esporsi a qualsiasi rischio per ottenere del reddito. In sintesi, chi determina il prezzo marginale è “irrazionalmente esuberante”... o vogliamo dirlo più chiaramente? “Avido”.

Quindi, l'eterno contrasto che si presenta è questo: ci sono investitori, che potremmo definire la “value tribe”, i quali resistono al generale abbassamento dei criteri di sottoscrizione che accompagnano l'invecchiamento del ciclo. La “value tribe” è convinta che il suo capitale sia sempre prezioso e che sia “ricompensato” meglio quando il profilo rischio/rendimento è orientato in maniera asimmetrica in favore dell'investitore. La “momentum tribe” tende invece ad essere convinta che il capitale debba comunque lavorare, altrimenti il “rendimento” sarà “inutilmente” sacrificato.

Non è ovvio che i capitali “momentum”, con l'evolvere del ciclo del prezzo degli asset, scacceranno i capitali “value”? Più che ovvio! Il capitale che riduce il suo “hurdle rate” di rendimento e si adatta a criteri di sottoscrizione più accomodanti spingerà necessariamente i prezzi degli asset a livelli che diventeranno incoerenti con i criteri applicati da pool di capitali più selettivi. Le sottoscrizioni in “rame” scacceranno quelle in “argento”.

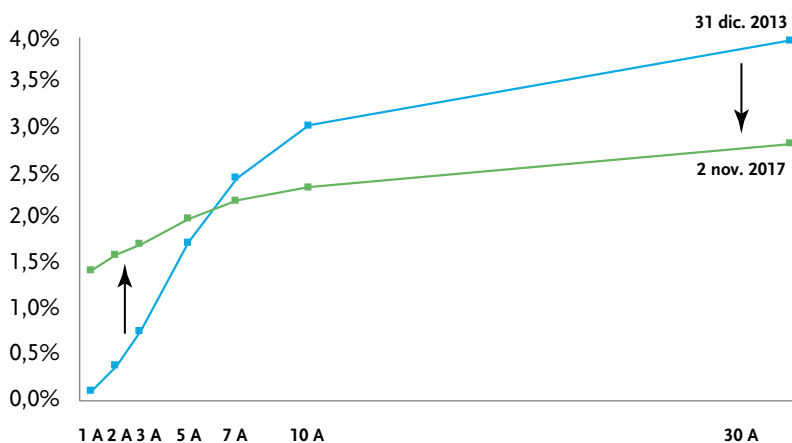
Ora, bisogna riconoscere che il momentum è la tendenza vincente. Per quanto intrepido o stupidamente temerario, l'approccio “risk on” esce vincente dal 2017. Ma una rincorsa può continuare indefinitamente? Minsky non aveva forse spiegato che i periodi prolungati di bassa volatilità finiscono per mascherare delle patologie finanziarie, permettendo la loro metastasi nel sistema? Esatto. Mentre i governatori delle banche centrali sognano un'Isola che Non C'è in cui i saggi possono governare i flussi dell'irrazionalità umana, il mondo reale in cui tutti noi viviamo è decisamente più disordinato.

In che senso? I lunghi periodi di bassa volatilità implicano spesso che alcuni trader e gestori di fondi diventino meno preoccupati di studiare da vicino il loro portafoglio. L'analisi del credito è difficile, e in un contesto in cui i prezzi diventano anelastici ai “fondamentali,” c'è chi arriva alla conclusione che, visto il lavoro necessario per l'analisi delle obbligazioni, il gioco non valga davvero la candela. I contesti a bassa volatilità eliminano gli incentivi al trading, peggiorando in questo modo la qualità dell'informazione sul prezzo. Allo stesso tempo, l'ambiente caratterizzato da tassi bassi/prezzo alto degli asset frena ogni impulso delle aziende verso cambiamenti dirimpenti e quindi “permette” alle imprese con una bassa produttività di continuare a trascinarsi, arginando le forze schumpeteriane necessarie per la crescita. In poche parole, la massa ignora sistematicamente i problemi dei fondamentali. Così, se ci capita di vedere un imperatore andarsene in giro nudo e soddissfatto, ci limitiamo a scuotere le spalle e a continuare per la nostra strada.

Ma c'è un limite a tutto. Sempre. La massa potrebbe ridestarsi bruscamente e capire finalmente che il capitale è circondato da pericoli imminenti. Il torrente di capitale riversatosi sui mercati sotto la bandiera del FOMO potrebbe trasformarsi in una tremenda ondata di piena!

Prima di concludere uno dei nostri tipici (vale a dire, informativi e accattivanti) interventi, vale la pena di ricordare brevemente che i mercati “votano” sul breve termine e “pesano” sul lungo termine. Azioni, real estate e obbligazioni hanno tutti votato e sappiamo bene cosa è successo. Nel frattempo, non abbiamo avuto molte notizie da uno dei più smaliziati e navigati protagonisti dei mercati finanziari. Qualcuno che sembra molto bravo a “pesare” e vanta uno dei migliori track record (anche se non certo perfetto!) nel prevedere le recessioni. Mai sentito? Ma sì! La curva dei rendimenti, ovviamente:

### Curva dei rendimenti U.S. Treasury



Fonte: Bloomberg

Le azioni sfrecciano verso nuovi massimi. Forse perché il Congresso US avanza sui tagli fiscali. La fiducia dei consumatori si imballa, mentre il tasso di disoccupazione scende ai livelli più bassi da decenni. Eppure, la curva dei rendimenti sembra insensibile all'entusiasmo. Forse ha perso le sue capacità. D'altra parte, anche se sembra aver smarrito la sua sfera di cristallo, una curva dei rendimenti appiattita non si limita a segnalare che le prospettive di crescita ed inflazione vanno osservate con scetticismo. Una curva più piatta esclude la prospettiva di un premio a termine per la quasi totalità degli intermediari finanziari. Meno premio a termine significa meno margine di interesse netto (NIM). E meno NIM disincentiva la formazione del credito. In effetti, se i premi a termine dovessero continuare a scomparire, potremmo scoprire che era stata la curva dei rendimenti a contribuire al grande ritorno del “de-leveraging.” C'è poco da aggiungere... Avanzate con cautela! ■

Il presente documento è fornito a titolo puramente informativo e non costituisce un'offerta di vendita o un invito o un offerta all'acquisto di titoli. TCW, il suo management e i suoi dipendenti o clienti possono detenere posizioni in azioni o investimenti citati in questa pubblicazione; tali posizioni possono subire cambiamenti in qualsiasi momento, senza alcun preavviso. Seppur basati su fonti considerate affidabili, le informazioni e i dati statistici contenuti nel presente documento non sono garantiti come accurati e non dovranno essere considerati come tali o essere utilizzati come base per una decisione di investimento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere informazioni preliminari e/o “forward-looking statements.” A causa di numerosi fattori, gli eventi reali possono differire in misura significativa da quelli presentati. TCW non si assume in nessun caso la responsabilità di aggiornare le dichiarazioni prospettiche o le opinioni riportate in questo documento. Tutte le opinioni qui espresse sono valide solo al momento della stesura del presente documento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Le performance passate non offrono garanzie di risultati futuri. © 2017 TCW