

FONDI & SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 162 - marzo 2024



USA, NON SOLO TECNOLOGIA

BOND, ASPETTANDO LE BANCHE CENTRALI

SOMMARIO

Numero 162
marzo 2024
anno 17

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

collaboratori
Stefania Basso,
Paolo Bruno, Arianna Caviglioli,
Paolo Andrea Gemelli,
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,
Emanuela Zini

coordinamento redazionale
e direttore responsabile
Alessandro Secciani

redazione e pubblicità
Viale San Michele del Carso 1
20144 Milano,
T. 02 320625567

casa editrice
GMR
Viale San Michele del Carso 1
20144 Milano,
T. 02 320625567

stampa
Tatak S.r.l.s.
www.tatak.it

Autorizzazione n.297
dell'8 maggio
2008
del Tribunale di Milano

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 GEOPOLITICA
Vietnam: dinamismo e cautela

8 OSSERVATORIO ASIA
India: Modi verso la riconferma

10 FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE
Matteo Ramenghi, chief investment officer, Ubs Gwm Italia
«Attenzione ai potenziali rischi all'orizzonte»

Karin Kunrath, chief investment officer, Raiffeisen Capital Management
«Utli delle aziende in ripresa»

14 WALL STREET,
NON C'È SOLO L'HI TECH

La recessione può attendere

30 INVESCO RACCONTA
Tutti i nodi vengono al pettine

32 LOMBARD ODIER IM
Contribuire a un ecosistema sostenibile

35  FOCUS BOND
Rendimenti interessanti

52 TECNOLOGIA
Una piattaforma per fare fintech

54 PLENISFER INVESTMENTS SGR
Nuovi massimi per l'oro?

56 OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE
Non solo auto elettrica

60 OSSERVATORIO RISCHIO
Le persone sono il motore del mercato

63 EDUCAZIONE FINANZIARIA
Quando scoppiano le bolle

66 LA FINANZA E LA LEGGE
La riforma del Fondo di garanzia Pmi

69 CONSULENTI&RETI
Duccio Marconi

«Mediobanca Premier; una crescita nelle mani della rete»

76 INCHIESTA
Non è una passeggiata

82 CONSULENTIA 2024
Tanti temi sotto la lente



Quando scoppiano le bolle

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Se visse oggi avrebbe vinto almeno un paio di premi Nobel e sarebbe invitato nelle trasmissioni di divulgazione scientifica (e non solo). Eppure anche Isaac Newton, uno dei più grandi scienziati di tutti i tempi, almeno una volta sbagliò i suoi calcoli. Attorno al 1720, infatti, rimase coinvolto in una delle più grosse bolle finanziarie di tutti i tempi, quella comunemente conosciuta come “bolla della Compagnia dei mari del sud” (South sea company bubble), dal nome della società per azioni inglese, fondata nel 1711, cui era stato affidato, in regime di monopolio, il commercio con il Sud America.

UN PIZZICO DI STORIA

All'inizio del '700, il Regno Unito, coinvolto in conflitti su vari fronti, aveva un debito pubblico di 10 milioni di sterline e rischiava il dissesto. La South sea company avrebbe dovuto usare i propri profitti per ripagare il debito pubblico, diventando a sua volta creditrice dello stato, con diritto alla restituzione dei capitali, che sarebbe avvenuta nel 1727. La Corona si impegnava infatti a pagare da subito alla compagnia il 6% degli interessi annuali, garantendo quindi alla so-

cietà 600 mila sterline l'anno per finanziarsi. La forte sponsorizzazione a opera delle istituzioni e gli interessi vantaggiosi offerti rispetto alla media attirarono, fin da subito, molti investitori. Grazie alla dotazione di partenza, la società avrebbe potuto distribuire dividendi sostanziosi e regolari ancora prima che gli affari cominciassero a decollare; cosa di cui, con un tale supporto economico iniziale da parte dello stato, gli acquirenti dei titoli erano convinti. In realtà, nel primo decennio la società sviluppò commerci piuttosto modesti, anche a causa dei persistenti conflitti con la Spagna. Gli amministratori dell'impresa, infatti, si erano dedicati, in concorso con alcuni politici e membri del parlamento, molto più a speculazioni sul mercato azionario che allo sviluppo di un business realisticamente sostenibile. A dicembre 1719 il debito pubblico inglese raggiunse i 50 milioni e la Corona propose nuovamente alla South sea, che nel frattempo aveva rinviato di un anno il pagamento del dividendo, una nuova trasformazione

di debito in azioni della società. Tra gennaio e aprile 1720 la compagnia presentò al parlamento un piano di acquisto che, dopo

“*Anche Isaac Newton, uno dei più grandi scienziati di tutti i tempi, almeno una volta sbagliò i suoi calcoli. Attorno al 1720, infatti, rimase coinvolto in una delle più grosse bolle finanziarie di tutti i tempi, quella comunemente conosciuta come “bolla della Compagnia dei mari del sud”*”

alcune modifiche, venne finalmente accolto: in definitiva rilevò tra l'80% e l'85% di tutti i titoli di debito del Regno. A quell'epoca Newton era quasi ottuagenario. Lasciata la cattedra a Cambridge per dirigere la Zecca reale, continuava a presiedere la Royal Society ed era certamente un membro autorevole dell'establishment. Il suo incarico come direttore della Zecca gli fruttava circa 2.000 sterline annue e ne riceveva circa 1.500 dai dividendi dei suoi investimenti:

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all'Albo.

Il presente scritto è frutto di letture, studi e confronti tra gli autori. Il risultato impegna esclusivamente i medesimi, senza coinvolgere né rappresentare le aziende per cui lavorano.



FABRIZIO PIROLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

rientrava quindi senza dubbio nell'1% più ricco della popolazione. Privilegiando ai tradizionali investimenti immobiliari strumenti finanziari come azioni e titoli di debito, le sue fortune, a quell'epoca, ammontavano alla rispettabile cifra di circa 30 mila sterline.

UN PIZZICO DI CRONACA

In una serie di dettagliatissimi articoli pubblicati tra il 2018 e il 2020, frutto di accurate ricerche effettuate presso archivi britannici e statunitensi, Andrew Odlyzko, professore di matematica presso l'Università del Minnesota, ha ricostruito con passione i movimenti finanziari del celebre scienziato. Già negli anni in cui la compagnia non produceva particolari frutti, Newton aveva iniziato ad accumularne i titoli. In quel memorabile aprile del 1720, non appena venne autorizzata l'operazione di concambio dal parlamento, anche grazie all'uscita sulla stampa di articoli elogiativi sulle mirabolanti prospettive della South sea company, il titolo iniziò rapidamente a salire. A quel punto, non sappiamo se per scetticismo o per prudenza, Newton

L'ATTIVITÀ DI NEWTON SUI TITOLI DELLA SOUTH SEA COMPANY

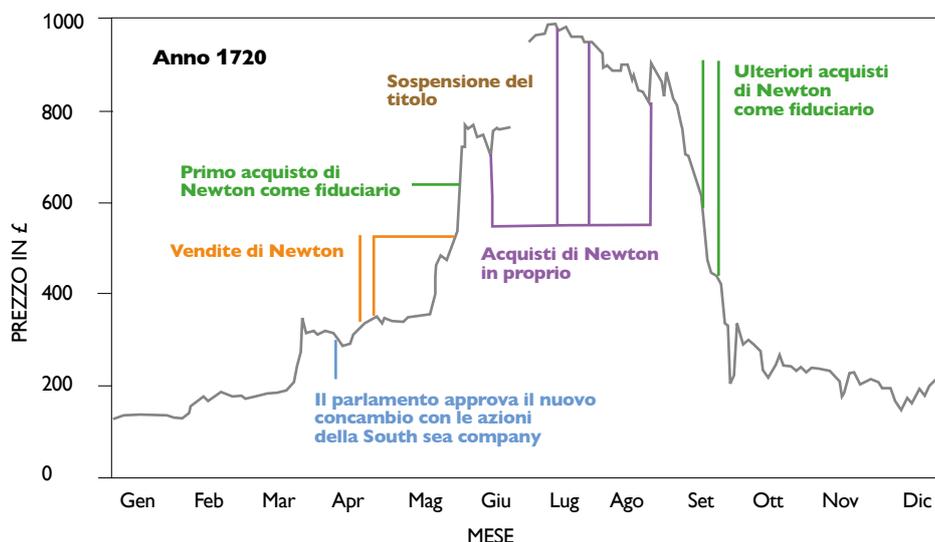


Grafico rielaborato su quello pubblicato dal prof. Andrew Odlyzko sul numero di luglio 2020 di "PHYSICS TODAY". Eventuali inesattezze sono di nostra esclusiva responsabilità.

provvide a liquidare gran parte della sua posizione tra il 19 e il 23 con un notevole profitto. Così fece anche il suo amico Thomas Guy, venditore di bibbie divenuto poi filantropo, che utilizzò i guadagni ottenuti (circa 175 mila sterline) dalla vendita delle azioni della South Sea per fondare a Londra il Guy Hospital, che dopo 300 anni è ancora attivo nella zona di Southwark, giusto dietro lo Shard, il grattacielo progettato da Renzo Piano. Le quotazioni continuavano a salire e Sir Isaac cedette il suo ultimo pacchetto nel mese di maggio. Probabilmente si pentì. Come si può vedere dal grafico, che abbiamo rielaborato da un articolo del professor Odlyzko pubblicato su Physics Today, l'illustre scienziato, che, tra l'altro, era una sorta di amministratore fiduciario del figlio di un amico deceduto, utilizzò una parte dei denari che gestiva per acquistare di nuovo, questa volta non per sé, titoli della South Sea, che crebbero ancora. A inizio giugno quotavano tre volte il prezzo al quale lui li aveva venduti ad aprile. Su un piccolo storno dei prezzi, Newton rientrò con un primo acquisto a livello personale. Improvvisamente, a metà giugno, i titoli vennero sospesi. Riammessi dopo poco a un prezzo lievitato di un altro 25%, lo scienziato ne acquistò ancora, a più riprese, tra luglio e agosto. A fine mese la situazione precipitò. Iniziò ad apparire chiaro che le prospettive della società erano state ampiamente sopravvalutate e il titolo crollò nel solo mese di settembre da 800 a circa 200 sterline. Il nostro, proba-

bilmente nel tentativo di mediare i prezzi, effettuò altri due acquisti per il conto fiduciario, mentre il titolo era in caduta libera, ma inutilmente. A dicembre 1720 le azioni avevano perso i quattro quinti del valore cui lui le aveva comprate.

L'EFFETTO GREGGE

Ma che cosa può avere spinto un tale genio assoluto, che si era issato "sulle spalle dei giganti" per aprire verso orizzonti inesplorati i vari campi della scienza, a un comportamento tanto sconsiderato? In inglese il termine 'herd' può significare, sia un gruppo di pecore o altri animali, sia l'atto di raggrupparle per formarne uno, infine, il muoversi assieme a loro. Di qui il termine herding, che in finanza comportamentale (e non solo) viene comunemente tradotto come "effetto gregge" e descrive il comportamento di un gruppo che si muove come un insieme di singoli con atteggiamenti imitativi condizionati contemporaneamente da stimoli esterni e dai comportamenti altrui anche quando ciò sia o possa essere potenzialmente irrazionale o dannoso. Se fosse stato un investitore "razionale", un uomo con le sue competenze avrebbe dovuto essere in grado di stimare correttamente il reale valore della South sea company e avrebbe dovuto effettuare scelte autonome che lo distinguessero dalla massa. Ma l'esperienza diretta dimostra che nel caso delle bolle non è così! In queste occasioni, spesso ci si omologa alle scelte prevalenti per tutelare la propria reputazione, per

Tre domande a Duccio Martelli

Abbiamo descritto in breve quale dovrebbe essere il comportamento ottimale dei soggetti e quale, invece, sia l'atteggiamento tenuto nella pratica dagli individui. Restano dunque da comprendere i motivi che incidono su questo divario. A tale scopo ci vengono in aiuto gli studiosi delle neuroscienze cognitive, grazie ai quali è possibile rilevare i cambiamenti fisiologici che avvengono nel cervello in funzione delle varie attività svolte dall'individuo. Abbiamo, quindi, rivolto tre domande a **Duccio Martelli**, professore aggregato di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università di Perugia e visiting professor alla Harvard University, che ha curato assieme al collega Giorgio Coricelli, docente della University of Southern California e pioniere nel campo della neuroeconomia, il volume "Neurofinanza. Le basi neurali delle scelte finanziarie", pubblicato nel 2020 da Egea.

Professore, negli ultimi 20 anni si è tentato di "riprodurre" in laboratorio le bolle finanziarie. Quali sono stati i risultati?

«Quando sul mercato iniziano a diffondersi notizie positive su un titolo, i partecipanti mostrano una certa avversione al rischio; questo comportamento mantiene, se non altro nella fase iniziale, il prezzo dell'azione al di sotto del suo valore corretto, almeno dal punto di vista teorico. Tuttavia, più il titolo sale di prezzo, più gli investitori si convincono della bontà dell'azione, spingendone ulteriormente al rialzo il valore, anche ben al di sopra del suo fair value, nella speranza (forse convinzione) di potere comunque ottenere un guadagno futuro, sebbene in parte consapevoli dell'eccessivo prezzo di acquisto pagato. Ma, non appena i soggetti si accorgono dell'imminente fine della simulazione, ecco che entra in gioco la paura di non riuscire a rivendere in tempo i titoli ancora in portafoglio. Scoppia quindi la bolla, con i partecipanti che iniziano ad accettare qualsiasi prezzo pur di liberarsi dei titoli posseduti. La formazione di bolle è invece assente (o molto contenuta) se all'interno della simulazione vengono inseriti componenti "esperti", ossia soggetti che in passato abbiano già partecipato a esperimenti analoghi».

In laboratorio è stato possibile studiare anche come reagisce il cervello degli individui durante le bolle?

«Certamente. Attraverso una risonanza magnetica funzionale si è notato che, durante le fasi di bolla, ci sono variazioni significative nell'afflusso di ossigeno in particolari aree del cervello e che il livello di ossigenazione è direttamente correlato anche al valore del portafoglio detenuto. Aggiungo, inoltre, che particolari zone della corteccia temporale (la sua porzione dorsale) sono le aree che più attivamente sovrintendono alla comprensione del comportamento degli altri esseri umani, nel nostro caso i partecipanti al mercato. Ebbene, i soggetti che hanno maggiormente sviluppato questa capacità sono generalmente gli stessi che registrano le migliori performance, in quanto sono in grado di "leggere", e dunque anticipare, le azioni dei concorrenti».

E quand'è che cambia l'umore del mercato? Quando ciò che prima andava a ruba non piace più e si inizia a svenderlo pur di liberarsene?

«A oggi non esiste ancora una teoria comunemente accettata di come le bolle si formino e soprattutto quando tendano a esplodere. Ciò che è certo è che un'area cerebrale dedicata, fra le altre cose, all'elaborazione delle sensazioni di piacere e di paura che è attiva, sia nelle fasi di formazione, sia di scoppio delle bolle, è il nucleus accumbens. Un'elevata attività della regione in cui esso è posizionato indica il possibile avvicinarsi del crash di mercato. Mentre alcuni esperimenti hanno rilevato che l'attività della corteccia insulare anteriore, un'area che si attiva in situazioni spiacevoli e di disagio come il dolore, l'ansia, il disgusto, potrebbe essere la causa principale che spinge i soggetti con strategie più sofisticate a vendere i titoli prima dello scoppio della bolla, visto che nei partecipanti meno performanti non si registra alcuna variazione di attività significativa nello stesso periodo di indagine. L'evidenza congiunta, nel nucleus accumbens e nella corteccia insulare anteriore, di una attività cerebrale differente fra i soggetti più sofisticati e quelli meno profittabili mostra come le attivazioni di tali regioni possano produrre cambiamenti nelle preferenze dei soggetti rispetto al rischio. E sembra rispecchiare perfettamente la famosa citazione di Warren Buffett che recita: «Abbi paura quando gli altri sono avidi e sii avido quando gli altri hanno paura».



evitare critiche o esclusioni dal gruppo, per sfruttare le presunte maggiori informazioni possedute da altri. Da un punto di vista sociologico molti si comportano in modo da identificarsi col gruppo, sia per sentirsi simili agli altri partecipanti, sia per essere corrisposti e accettati (private acceptance), oppure perché, subendone la pressione sociale, si conformano alle sue scelte (public compliance). Quando la narrazione, poi, comporta «aspettative di futuri e continui aumenti di valore [...] a prescindere delle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività», come ci ricorda la Consob sul suo sito nella sezione di educazione finanziaria, ecco che esplodono gli "spiriti animali" evocati da John Maynard Keynes. Non abbiamo prove dirette di quali furono le considerazioni fatte nell'occasione da Newton. Può darsi che il rimpianto per avere venduto troppo presto, osservando poi i valori salire così tanto, sia stata l'esca che abbia attivato alcuni dei meccanismi che abbiamo descritto. Certo, per un personaggio tradizionalmente schivo e solitario come lui, seguire il gregge in quell'occasione fu un'esperienza traumatizzante. Tanto che, come riportano i biografi, ebbe a dire di sé mestamente: «Posso misurare i moti dei corpi, ma non l'umana follia».