

PROSPETTIVE

Opinione del CEO: cos'è cambiato 10 anni dopo la crisi finanziaria globale?

June 15, 2018

Nel corso del recente Global Investor Forum di Franklin Templeton a New York, il nostro CEO Greg Johnson ha partecipato a un dibattito con altri tre CEO di società operanti nel settore dei servizi finanziari: James Gorman di Morgan Stanley, Jay Hooley di State Street e Barry Stowe di Jackson National Life. Hanno parlato di alcuni cambiamenti verificatisi nei mercati nei 10 anni successivi alla crisi finanziaria globale, delle lezioni apprese e degli elementi che potrebbero scatenare la prossima crisi.



Per maggiori dettagli sulle loro riflessioni, ascoltate il podcast. Segue una trascrizione integrale.

Conduttore/Richard Banks: Salve e benvenuti a Talking Markets di Franklin Templeton Investments: analisi esclusive e approfondite di Franklin Templeton.

Sono Richard Banks, il conduttore.

Ascolteremo oggi una discussione di un gruppo di CEO di società operanti nel settore dei servizi finanziari, che hanno partecipato al Global Investor Forum di Franklin Templeton a New York e che analizzano i 10 anni trascorsi dalla crisi finanziaria oltre alle prospettive per il futuro. I CEO che intervengono sono: Greg Johnson di Franklin Templeton Investments, James Gorman di Morgan Stanley, Jay Hooley di State Street e Barry Stowe di Jackson National Life. La discussione sarà condotta da Kip McDaniel, Chief Content Officer di *Institutional Investor*. Ci auguriamo che la discussione sia di vostro interesse.

Kip: Nel 2008 si è registrato l'evento finanziario più estremo di tutta la nostra vita. Greg, a tuo giudizio qual è stato il maggiore cambiamento determinato dalla crisi, al di là dell'attenzione alla gestione del rischio?

Greg: Il fatto di avere un bilancio forte ci ha attirato molte critiche, e ritengo che sia stato estremamente utile per noi. Se guardiamo al genere di società che sono riuscite a superare la crisi, penso che la nostra fiducia nell'avere tale liquidità a bilancio ne esca veramente confermata.

Kip: Jay, ti pongo la stessa domanda.

Jay: Eravamo una sorta di piccolo e tranquillo istituto depositario con sede a Boston e durante la crisi siamo stati definiti SIFI [ossia Istituzione Finanziaria di Rilevanza Sistemica], il che ha rappresentato un certo cambiamento, come immaginabile, avendo dovuto imparare come assumere rilevanza sistemica, con tutta la conseguente regolamentazione. Ritengo che questa crisi sia completamente sfuggita agli organismi regolatori. Se esaminiamo la patrimonializzazione delle banche e la loro liquidità, notiamo che l'esito finale, soprattutto per il settore bancario, è la serie di regolamenti che ne è scaturita, è che è destinata a provocare quello che a mio avviso sarà il prossimo problema del mercato.

Kip: Bene. James, so che hai assunto la *leadership* nel 2010, ma la stessa domanda vale per te.

James: A dire il vero, penso che per noi come istituzione mi servirebbero circa sette ore per affrontare il primo capitolo. Intendo dire che siamo diventati una banca. Non eravamo una banca. Abbiamo venduto il 22% della società a un'altra banca, Mitsubishi Bank. Abbiamo chiuso tutte le divisioni di negoziazione e investimento per conto proprio, che nel complesso utilizzavano oltre il 3% del capitale. Vi cito un dettaglio interessante. Penso che prima della crisi avessimo meno di 100 limiti al rischio all'interno della società. Per esempio, un limite al rischio poteva essere l'esposizione totale alla Russia. Ora ne abbiamo circa 25.000 e di conseguenza l'intera attività è completamente cambiata.

Kip: Non è stato un cambiamento facile. Parlati un po' delle difficoltà che avete affrontato cambiando non solo le *business line* della società ma anche, a quanto pare, la sua cultura.

James: Bene, sotto alcuni aspetti, penso che sia stato molto facile perché le maggiori sfide gestionali si riscontrano quando non c'è un problema evidente da risolvere e ciò fa sì che non si faccia nulla e si rimanga arretrati, perché il mondo continua ad andare avanti, oppure che si agisca in modo incontrollato a causa dell'ansia provocata dalla convinzione che, non facendo nulla, si rimanga arretrati e si compia una sciocchezza. È molto più facile se i problemi da risolvere sono identificabili. Di conseguenza, non tutti nell'organizzazione riescono a capire che i cambiamenti che si fanno sono dovuti a nostri problemi evidenti e al fatto che dobbiamo affrontarli. Ciò spiega certe reazioni culturali negative che emergono fino a quando il problema non è superato. Sotto alcuni aspetti, tuttavia, gestire una fase di crisi o di tensione reale è in effetti una difficoltà gestionale relativamente semplice perché è necessario adottare misure e si devono prendere decisioni. Non tutti le gradiranno, ma se non si fa nulla, le conseguenze negative si ripercuoteranno su tutti. Gestire una fase di tensione reale è in realtà un privilegio.

Kip: Barry, nel tuo caso, quali cambiamenti sono scaturiti dalla crisi? Quali lezioni importanti ne hai tratto?

Barry: Siamo stati una delle poche compagnie assicurative a uscire rafforzate dalla crisi. La disciplina e il regime di gestione del rischio di cui ci eravamo dotati prima della crisi, hanno tenuto e funzionato bene. E in effetti ciò è stato veramente positivo per il nostro marchio, soprattutto negli Stati Uniti. Ciò che è cambiato per noi è che in pratica, dopo la crisi, siamo stati catapultati in una posizione di leadership del mercato, che occupiamo tutt'oggi. In una prospettiva settoriale più ampia, potrei ribadire gran parte di quanto è stato detto in merito alla maggiore attenzione alla gestione del rischio. Partendo da una posizione tradizionalista, vi sono state molte opportunità di ulteriore miglioramento. Ma l'altro elemento che è significativamente cambiato è che la crisi è completamente sfuggita agli organismi regolatori e alle agenzie di rating e che queste si sono dovute adeguare. Ritengo che le agenzie di rating, dal nostro punto di vista, abbiano recuperato un certo equilibrio, al contrario di alcuni organismi regolatori, che continuano a fare cose che sono assolutamente disposte a riconoscere come dettate da buone intenzioni ma che, alla fine dei conti, non sono affatto utili né per il settore, né per i consumatori.

Kip: Puoi farmi un esempio?

Barry: Certamente. Per quanto riguarda specificamente gli Stati Uniti, la cosiddetta "norma fiduciaria" (*Fiduciary Rule*) del Dipartimento del Lavoro (DOL) è un esempio di buone intenzioni che finiscono però col travalicare, cercando di fare la cosa giusta nel modo sbagliato. Ha provocato numerose conseguenze non intenzionali e il risultato è stato che milioni di americani hanno difficoltà a procurarsi buone consulenze finanziarie perché la norma comporta dei rischi per i consulenti finanziari tali che i piccoli investitori hanno finito col perdere la loro relazione di consulenza. Ora la buona notizia è che il Tribunale d'Appello del Quinto Circuito (*Fifth Circuit Appellate Court*) ha di recente interamente cassato questa norma, offrendo al settore l'opportunità di ripartire e sedersi a un tavolo di trattativa con gli organismi regolatori e dire: "Bene, è chiaro che il nostro modo di operare non vi piacesse. A noi non piaceva la vostra norma. Ora vediamo di concordare insieme qualcosa di ragionevole." Spero e credo che questo sarà l'esito finale.

Kip: Jay, rivolgo a te la domanda inerente alla regolamentazione. Non è una questione di scelta. Non è perfetta. Non è orribile. Puoi citarmi un esempio di regolamentazione che ha veramente giovato all'utente finale del sistema finanziario?

Jay: Direi che il 60-70% della regolamentazione nel suo complesso, dalle norme sulla patrimonializzazione e la liquidità, a quelle sul risanamento e la risoluzione, è completamente adeguato e ben fatto. Penso che quando si gestisce così male una crisi e si deve disciplinare il modo in cui tutti gli organismi regolatori (e ve ne sono nove negli Stati Uniti) svolgono con autorità il loro ruolo, non si possa pretendere la perfezione. Sono convinto che molti dettagli saranno rivisti e corretti col tempo. Ritengo che al momento le varie posizioni in seno agli organismi regolatori siano coperte da persone più equilibrate. Credo che ci sia sempre bisogno di più tempo di quel che si pensi. Mi preoccupano un paio di aspetti. Il primo è che se si analizza ciò che hanno fatto gli organismi regolatori, si nota che in sostanza hanno raggruppato le grandi banche in 30 SIFI (in cui James e io abbiamo l'onere di rientrare) e definito soglie, come per esempio oltre 50 o 250 miliardi di dollari statunitensi. In questo modo, hanno artificialmente creato una struttura di mercato che a mio avviso ha il potenziale di impedire la concorrenza e crea barriere innaturali. Di conseguenza, a 10 anni dalla crisi, le prime 10 banche, in termini patrimoniali, sono salite dal 58% al 70%. Chi desidera far parte dell'ordine che nasce dalla maggiore regolamentazione? L'altro aspetto, che comunque mi preoccupa forse di più, è rappresentato dalle conseguenze della regolamentazione per la liquidità dei mercati, in particolare quelli obbligazionari. Un tempo, le società *sell-side* erano solitamente incoraggiate a tenere magazzini. Oggi, tenere magazzini è troppo costoso. Di conseguenza, in molti mercati obbligazionari, abbiamo assistito a una diminuzione della liquidità causata dalla regolamentazione. Se riflettiamo, vediamo che una crisi può iniziare ovunque, ma alla fine dei conti la liquidità è destinata a rappresentare un problema. Ritengo che quanto è stato fatto sia stato in linea di massima giusto e ora siamo in una fase che definirei di ricalibrazione. Inoltre, penso che in prevalenza vi siano le persone giuste, con la mentalità adatta per correggere questa situazione, prima che emerga un problema.

Kip: Greg, ancora un attimo a proposito della regolamentazione, sul fronte bancario abbiamo ovviamente visto che alcune cose hanno funzionato e altre no. Quale regolamentazione conseguente alla crisi ha avuto il maggiore impatto sulla vostra attività?

Greg: Penso che la prima reazione sia consistita nel trattare il nostro settore come una banca e se non avessimo operato in tutto il mondo e spiegato le cose (ossia una relazione basata su agenzia e l'assenza di depositi a rischio), avremmo finito con l'averne requisiti patrimoniali analoghi a una banca. Di conseguenza, come sapete, su tale fronte è stato fatto un grande lavoro. Direi inoltre che l'altro aspetto è la natura veramente globale di questi cambiamenti normativi. Pensiamo al rischio sistemico (a mio avviso una delle conseguenze di tale processo): dobbiamo capire che si tratta di un rischio globale e che ciò che succede qui, a Londra o altrove, può influenzare mercati diversi. Di conseguenza, per la prima volta si è reso necessario uno sforzo coordinato, da parte delle società statunitensi, sicuramente nel nostro settore, avendo dovuto dedicare molto tempo a occuparci delle regolamentazioni in Europa. I fondi monetari hanno rappresentato una parte consistente del cambiamento e penso che abbiamo raggiunto un compromesso ragionevole su un problema molto difficile per tali fondi. Alcuni sono ancora in disaccordo, ma si è trattato di un buon compromesso e credo che il processo sia stato positivo in quanto, come sapete, siamo riusciti a evitare i principali cambiamenti che avrebbero completamente sovvertito il nostro settore. E, come immaginabile, un'eventuale applicazione di requisiti patrimoniali a un fondo comune non avrebbe semplicemente funzionato.

A mio parere, il nostro settore si basa sulla fiducia. Anche oggi, ritengo che i *millennial* compiano investimenti insufficienti e in realtà non abbiano fiducia nel sistema; è quello che vediamo nel modo in cui investono. Hanno la percentuale di azioni più bassa mai storicamente posseduta. Gran parte di ciò è secondo me riconducibile alle colpe attribuite alle banche e al sistema. Se davvero vogliamo cercare di capire cosa è accaduto, dobbiamo riflettere su come è potuto accadere. In linea di massima si è perso il controllo e la crisi dei mutui è iniziata anche a causa di una mediocre politica governativa. E nessuno sembra collegare tali due fattori. Tutti si limitano a colpevolizzare Wall Street, a mettere i CEO in carcere. Penso anche che tale percezione sia ancora estremamente diffusa e che dobbiamo lavorare per riconquistare la fiducia dei *millennial*. Quelli sono davvero i prossimi investitori importanti per il nostro settore, penso che ci sia ancora disagio e molto da fare su tale fronte.

Kip: James, per sintetizzare otto anni di lavoro in una o due frasi, hai ridotto il rischio, messo in atto maggiori controlli del rischio e una focalizzazione sulla gestione patrimoniale. Ma come definisci il confine tra gestione del rischio e opportunità perdute?

Jay: Non vi è alcun confine. Abbiamo solo avuto una riunione di due ore del comitato di gestione del rischio. Abbiamo parlato del nostro portafoglio *event-lending* e, alla luce dell'attività attuale sul fronte delle operazioni di M&A [fusione e acquisizione], si nota un notevole fermento, sia per le emissioni *investment grade* che per quelle *non-investment grade*. Si definiscono i propri parametri, si stabiliscono i propri limiti di rischio sulla base di tutti i dati storici della capacità effettiva e della propria posizione patrimoniale. Ma questa è l'essenza dell'attività. In parte si tratta di un lavoro di analisi, in parte è una questione d'intuito. Saremo sempre criticati per non aver assunto rischi sufficienti, se i mercati vanno bene; per contro, in caso di perdite, saremo criticati per aver assunto troppi rischi. Ho subito entrambi i tipi di critica. Preferisco la situazione in cui mi si critica per il fatto di non aver subito perdite, a quella in cui gli sono gli azionisti a subire perdite. Ma attenzione: il mio obiettivo è costruire un'azienda che va discretamente quando la situazione è veramente pessima e che va bene quando la situazione è positiva, ma forse non così bene come alcune altre quando la situazione è ottima. Però tutto questo è normale, perché riuscire a mantenere l'equilibrio quando la situazione è davvero negativa è un'alchimia magica nel vero senso della parola.

Kip: Veniamo a te Barry. Hai detto che siete usciti dalla crisi in una posizione eccellente. Ciò nonostante, avete perso opportunità negli ultimi 10 anni. Intendo dire che, guardando al passato, ti verrebbe da affermare che avresti voluto prendere una decisione diversa nel momento "x" perché ora saremmo in una situazione migliore. Puoi farci qualche esempio?

Barry: Siamo una società che si concentra entro un ambito veramente ristretto all'interno dell'universo assicurativo. Ci concentriamo su prodotti pensionistici a reddito garantito e in particolare sulle polizze vita a rendita variabile. Siamo la società che vanta il maggior numero di polizze a rendita variabile, con benefici a vita, sottoscritte negli Stati Uniti. Tale prodotto, a nostro avviso incredibilmente logico e virtuoso per la maggior parte delle persone oggi prossime alla pensione, è oggetto di attacchi da parte degli organismi regolatori e di gruppi di consumatori che lo ritengono complesso, costoso e così via. La questione è che vi sono sempre stati certi aspetti del prodotto che, notoriamente, possiamo definire imperfetti. E penso che il superamento della crisi sarebbe stato il momento perfetto affinché la nostra società e il settore affermassero francamente "A nostro avviso questo prodotto è estremamente ragionevole per la gente. Ecco perché, soprattutto nel contesto in cui ci troviamo, la maggior parte degli americani della classe media dovrebbe pensare a questo prodotto." Come settore, avremmo dovuto attaccare gli elementi del prodotto criticati, quali per esempio il pagamento di una commissione, la mancanza di una versione del prodotto che si potesse acquistare da un consulente senza pagare commissioni, per esempio un consulente finanziario iscritto all'albo o qualcuno che lavori esclusivamente in base a commissioni. La conseguenza delle condizioni incorporate nel prodotto è che il prodotto ha commissioni per il ritiro, che sono confuse e poco trasparenti. E la gente non gradisce tutto questo. Come settore, usiamo un linguaggio astruso per descrivere le nostre vendite e i nostri prodotti. Come sapete, il prodotto tipico venduto da noi, che è veramente concepito per consentire a qualcuno di investire un determinato importo di denaro in un fondo comune, auspica che la garanzia di reddito a vita associata all'investimento in questione cresca, ma il reddito non può mai diminuire. Di conseguenza, si ha un reddito garantito a vita. Non è complicato, ma lo chiamiamo P2GMWB con DB Level Four.

Kip: Ottimo *branding*.

Barry: Davvero. Intendo dire che la gente pensa di dover andare dal medico se hai un GMWB Level Four. Perché non parlare semplicemente di "reddito garantito a vita"? E così alla fine diciamo "sentite un po', abbiamo una capacità esclusiva nel mercato globale, ci troviamo dinanzi a una crisi pensionistica emergente". Una soluzione garantita per molta gente è l'unica soluzione. Di conseguenza, lavoriamo insieme in modo da eliminare le commissioni dal prodotto. Se la gente vuole acquistarlo senza commissioni, togliamole. Parliamo alla gente usando un linguaggio comprensibile e semplifichiamo il tutto. Discutiamone con gli organismi regolatori. Invece di contrastarli e dirgli che siamo più brillanti di loro, ascoltiamo e incorporiamo la loro filosofia in nuovi prodotti e andiamo avanti. Il fatto è che a mio avviso abbiamo avuto un'opportunità eccezionale nel 2010 e abbiamo iniziato con un ritardo di sei o sette anni.

Kip: Vorrei parlare un po' di leadership e vorrei discuterne con te, Jay. Premesso che non puoi citare per nome nessuno dei presenti, chi è riuscito a gestire la crisi finanziaria e a superarla meglio di voi?

Jay: Lloyd Blankfein. È diventato CEO di Goldman [Sachs] proprio prima dell'inizio della crisi. Di conseguenza, si è trovato al comando della società gestendola durante la crisi. Ha mantenuto un atteggiamento umile. Penso che si possa criticare la strategia di Goldman, come molti hanno fatto e continuano probabilmente a fare, ma ritengo che come *leader* sia riuscito a portare Goldman sulla traiettoria giusta. Come persona, è riuscito a capire come svolgere il ruolo di *leader* del settore, tenendo un basso profilo. Credo che abbia rappresentato bene la sua società e abbia fatto un buon lavoro.

Kip: James, veniamo a te. Chi sceglieresti?

James: Penso Richard Davis di US Bank Corp. Credo che sia una persona molta umile, ma anche un eccellente direttore operativo e, visto come US Bank Corp è uscita dalla crisi (parliamo di una banca da oltre 300 miliardi di dollari statunitensi), avrebbe potuto allargare il proprio raggio d'azione, ma in realtà la banca ha continuato a fare ciò che sa fare bene. L'altra persona a cui penso è Ana Botin, a capo di Santander, ruolo che ha in qualche modo ereditato dal padre. Quando si parla di un'istituzione come quella, vengono sempre mosse molte critiche, ma in tutta la sua carriera lei ha in effetti occupato varie posizioni in Santander. Penso che abbia fatto un lavoro veramente buono e che abbia posizionato la banca in modo eccellente. Ritengo che sia riuscita a farla crescere in un mondo in cui è difficile far crescere le banche. Credo anche che abbia mantenuto un forte senso dell'umorismo e una grande umiltà in tutto questo processo.

Kip: Greg, a te intendo porre una domanda ancora più difficile. Diciamo che pensi di dimetterti domani e devi trovare qualcuno che ti sostituisca in Franklin Templeton. Chi sceglieresti?

Greg: Naturalmente sceglierei mia sorella (ridendo). La cosa più semplice che mi è venuta in mente. Ma direi che sul fronte bancario la persona di cui finora non si è parlato è Jamie Dimon, in termini di gestione, visione e misure audaci e dalla crisi abbiamo veramente visto emergere la forza di tale banca, che a mio avviso rappresenta davvero un caso esemplare.

Kip: Negli ultimi dieci 10 anni, abbiamo osservato quelle che definiamo mega tendenze nella gestione patrimoniale, l'ascesa della compressione delle commissioni passive. Quando arriverà la prossima crisi, non importa se grande o piccola, tale tendenza si rivelerà semplicemente ciclica. Non si tratterà di un cambiamento di lungo periodo in questo settore. Sarà semplicemente qualcosa imputabile al fatto che abbiamo vissuto la fase rialzista di mercato più lunga della nostra storia.

Greg: Beh, penso che tu debba partire dalla crescita dei fondi indicizzati. Non penso che siano ciclici, nel senso che sono destinati a non essere più graditi agli investitori. Penso che rimarranno saldamente sul mercato. E ciò spiega in parte perché nel nostro settore ci sia tale pressione sul fronte delle commissioni. Ma sono del parere che in un contesto normalizzato, in cui i tassi salgono e nel mercato vi è un minor grado di correlazione, il tradizionale gestore attivo possa fare il suo lavoro. Credo inoltre che nell'ultimo decennio sia stato molto difficile per i gestori attivi differenziare le società in un contesto in cui tutto è sembrato muoversi in modo pressoché indistinto, senza alcuna reale differenziazione a livello di società. D'altra parte, penso anche che, nell'ottica della struttura del mercato, a un certo punto dovrà esserci una sorta di inversione; a quale livello la *governance* diventa un problema? Intendo dire, per un sistema di mercato dei capitali aperto, che alloca i capitali rigorosamente in base alla pura capitalizzazione di mercato, in cui non si riesce a vendere un titolo. Penso che ciò diventi un problema. Ritengo che un altro fattore interessante sia di fatto costituito dalle operazioni di M&A. In pratica, pensiamo a una società e all'eventualità che un terzo dei titoli sia tenuto in un indice e che improvvisamente salga al 50%, 60%; a un certo punto è destinato a verificarsi un rivolgimento in termini di M&A per restare nell'indice, perché altrimenti si deve vendere il 50% dei titoli, finendo fuori dall'indice. Ritengo che questo possa succedere, rendendo tutto più difficile. E l'altro problema riguarderà le opportunità di negoziazione a fronte di indici passivi in un mercato ribassista, più difficile, in cui si registrano deflussi. Penso che sia un'opportunità anche per la gestione attiva.

Kip: James, veniamo a te. Ovviamente in tutto il paese esistono molte persone con patrimoni ingenti e abbienti, il cui patrimonio è gestito da consulenti. Qualora vi fosse una fase protratta di mercato ribassista, a tuo avviso quale sarebbe il maggiore cambiamento nel loro modo di investire rispetto agli ultimi otto anni?

James: A dire il vero, gli investitori con patrimoni ingenti in effetti non sono molto attivi. Investono in misura minima. Intendo dire che una delle cose che mi ha maggiormente sorpreso è che la nostra attività giornaliera di compravendita di azioni e obbligazioni in percentuale dei nostri ricavi nella sola gestione patrimoniale, è attualmente di circa il 10%. La gente non compra e non vende più. Di conseguenza, come sapete, in questo rialzo di mercato, non vi è stato un gran movimento. Come sappiamo, di norma assistiamo a una fase rialzista di mercato, gli investitori *retail* acquistano, il mercato crolla, arrivano i reclami degli investitori *retail*, poi ci sono gli arbitrati, seguono quindi le cause legali, quindi le società destinano circa il 5% dei loro ricavi alle spese legali e il ciclo ricomincia. E in qualche modo abbiamo interrotto tale ciclo perché gli investitori sono diventati intelligenti (come mi piace pensare), oppure si sono spaventati. Ciò detto, non possiamo comunque cambiare questi mercati, acquistare e vendere non si traduce in molto valore. Concordo quindi con Greg; penso che il valore del gestore di portafoglio sia stato pesantemente svenduto e credo che ci sarà un'inversione di rotta. I gestori di portafoglio forti che sono in grado di generare performance superiori alla media in un mercato difficile, non in un mercato scontato, quando gli indici registrano ovviamente performance più alte della media; questo contesto è destinato a essere molto più interessante. Penso quindi che il loro comportamento cambierà molto. Ritengo che probabilmente si sorprenderanno della diminuzione dei loro *asset*, perché i loro patrimoni ora sono in gran parte tenuti in questi conti basati su commissioni e quando tutti i mercati scenderanno, si ridurranno. Siamo in una fase psicologica diversa, ma non credo che si ripeterà il panico del passato e in questo decennio non abbiamo assistito all'esuberanza irrazionale che avevamo osservato nel decennio precedente. Nel caso di ribasso, non mi attendo che si scateni il panico. Credo che la gente sia diventata un po' più saggia.

Kip: Pensi quindi che la gente abbia fondamentalmente modificato i propri livelli di maturità in tema di portafogli?

James: Abbiamo maggiori conoscenze. Sono cresciuto a Melbourne, in Australia e ricordo che le uniche azioni che mio padre abbia mai posseduto erano quelle di una società di esplorazione nel campo dell'uranio. Non diedero buoni risultati. E così decise che i mercati fossero una cosa orribile. Era una persona intelligente, un ingegnere e comprò buoni del Tesoro a breve termine. Quella fu sostanzialmente la sua strategia d'investimento. E mi piace pensare che se fosse ancora vivo, sarebbe molto più sofisticato. Siamo molto più sofisticati ora, abbiamo maggiori informazioni. Ci sono troppe informazioni, abbiamo un'ottima preparazione. Sappiamo che è necessario risparmiare e investire con prudenza perché viviamo almeno 20 anni di più rispetto ai nostri genitori o nonni. Di conseguenza, ritengo che la gente sia molto più intelligente e le persone intelligenti sanno che acquistare e vendere azioni ogni giorno è veramente sciocco. I costi delle transazioni superano le performance che possiamo eventualmente conseguire.

Kip: Uhm, capisco. Jay, veniamo a te. Siamo in presenza di valutazioni elevate, tensioni geopolitiche e incertezze ovunque. Qual è la cosa che ti preoccupa maggiormente?

Jay: Penso che sia la macroeconomia, il fatto che tutti la ritengano in fase piuttosto positiva. Questo è il momento in cui ci si deve preoccupare. Ritengo che il 2017 sia stato il picco dal 2011; crescita del PIL, mercati sviluppati, mercati in via di sviluppo, ogni genere di rischio esogeno nel contesto. Al momento la cosa a cui si pensa maggiormente è il commercio. Per quanto mi riguarda, parlerei di tecnologia e non solo del *cyber risk*. Penso infatti che esista un rischio, e non tanto per l'economia, ma perché non abbiamo veramente assimilato l'impatto che la tecnologia è destinata ad avere su tutte le nostre attività. E desidero raccontare un piccolo episodio per farvi capire cosa mi ha ispirato. Sono diventato CEO nel 2009, quindi dopo la crisi. Avevamo un'attività ad Hangzhou, in Cina, dove ha sede Alibaba. E quando conobbi Jack Ma, nel 2012, mi disse che avrei dovuto conoscere il capo di Ant Financial. Allora probabilmente nessuno sapeva cosa fosse Ant, mentre oggi penso che tutti lo sappiano. E così quando incontrai la CEO, la prima cosa che mi disse, prima di iniziare a parlare, fu: "Lasciami spiegare cosa facciamo". Era nell'atrio e c'erano vari schermi al plasma. Mi disse che operavano nel settore dell'*e-commerce* e c'era una cartina della Cina con numeri che lampeggiavano, che rappresentavano gli acquisti in corso in Cina nel 2012. E mi spiegò che erano entrati nel settore dei pagamenti in quanto avevano pensato: "perché non occuparci di sistemi di gestione dei pagamenti"? Mi disse che con alcuni algoritmi piuttosto semplici avevano sostanzialmente creato una panoramica dell'affidabilità creditizia delle persone. Avevano poi istituito una banca e creato un fondo monetario. Ascoltai quello che mi disse. E la cosa che mi sbalordì fu che nel 2012, 200 milioni di clienti, in tempo reale, potessero entrare in un negozio, passare il cellulare su un lettore, acquistare un televisore (mentre il loro credito era sottoposto a una valutazione dinamica) e uscire dal negozio con il televisore. E tutto questo processo era gestito su un cloud pubblico. E parliamo del 2012. Ritornai a casa, a occuparmi di T+1, T+3. E riflettendo mi dissi che dovevamo darci da fare. Di conseguenza, la mia paura è questa, per tutti noi, dato che ci riguarda tutti, in modi diversi, sia che si tratti del consumatore finale, sia che si tratti di raccogliere, non tanto i dati, ma il contenuto delle informazioni da usare a nostro vantaggio. Mi preoccupa che viviamo ancora un po' nel vecchio mondo e se pensiamo alla piattaforma digitale, sappiamo tutti cos'è Alexa o l'ultimo assistente personale intelligente di Amazon, qualunque esso sia. Pensiamo alla sofisticazione delle conoscenze socioeconomiche dei clienti, alla catena del valore e anche al mondo in cui viviamo. Si tratta di un'opportunità e una minaccia, ma il mio timore è che non abbiamo veramente assimilato l'impatto della tecnologia sulle nostre attività collettive.

Kip: Bene, ora passiamo a te, Greg. Quale dei rischi che tutti conosciamo, è a tuo giudizio sottovalutato dalle persone quando prendono decisioni sui loro portafogli, le loro attività o la loro vita?

Greg: Direi che la liquidità è uno dei fattori che tendiamo a scordare in periodi come quello che stiamo vivendo. E penso alla proliferazione di strutture e prodotti, che vanno bene quando tutti intraprendono qualcosa, ma potrebbero non essere così positivi in un contesto dal quale la gente desidera uscire. Di conseguenza, sono piuttosto preoccupato di questo aspetto. Vi sono molti nuovi tipi di strutture, sia che si tratti di ETF, o di *trust* e fondi e intervalli e penso che, a mano a mano che procediamo e ci addentriamo maggiormente in strumenti alternativi in categorie diverse e meno liquide, tale rischio aumenti sicuramente. Ho esaminato un grafico e penso che un altro aspetto sia questo: guardiamo a un fondo di dotazione medio e al suo insieme di *asset* rispetto a 15 anni fa, che comprendeva una componente azionaria e una obbligazionaria più tradizionale, mentre oggi sono inclusi beni tangibili e strumenti alternativi, *private equity*, immobili, ossia un portafoglio molto più rischioso. Ora si potrebbe contrapporre la tesi che si tratta di un mix meno correlativo, ma certamente non ha la stabilità delle obbligazioni in una recessione o in un contesto difficile. E riflettendo su quel rischio più elevato, e ciò vale anche per me, è come ripensare alle obbligazioni ipotecarie che scatenarono la crisi, quando tutti dicevano che i valori delle abitazioni non potevano diminuire e quindi si indebitavano il più possibile. Questo è un esempio calzante, a mio avviso piuttosto simile a ciò che osserviamo oggi.

Kip: James, intendo porti la stessa domanda. Quali sono i rischi che gli investitori sottovalutano, mentre non dovrebbero farlo?

James: A mio avviso il rischio politico. Esaminiamo quanto accaduto prima della crisi e la concentrazione della ricchezza, il fatto che i contribuenti avessero la responsabilità di sostenere il sistema finanziario e, in alcuni paesi, possiedano ancora percentuali consistenti delle banche di primo piano. Il fatto che il salario minimo in alcuni Stati di questo paese [gli Stati Uniti] sia di circa 7 dollari statunitensi l'ora, mentre in Australia, dove sono cresciuto, sia di 17 dollari statunitensi l'ora. Questo è il paese più prospero al mondo e il salario minimo è di 7 dollari l'ora. Il rischio che viviamo questo periodo di espansione economica e poi entriamo in una nuova recessione, senza che sia stato fatto qualcosa per correggere tali squilibri, rappresenta a mio giudizio un grande rischio politico. Vi è stato un grande clamore a proposito di Brexit, di Le Pen, di Trump e se non di Trump, di Sanders. Entrambi alle estremità opposte dello spettro politico. A mio avviso, tutto ciò a mio giudizio è stata solo la manifestazione del pensiero del cittadino medio, ossia: "La mia situazione non è soddisfacente come quella del paese. Percepisco il salario medio complessivo, ma personalmente non me la passo bene." E ciò è imputabile alla forma di distribuzione della ricchezza. Di conseguenza, se entriamo in recessione senza che tale problema sia stato risolto, e il governo non abbia la forza economica per farlo senza aumentare ulteriormente il deficit, penso che il rischio politico e la conseguente reazione durante la prossima recessione siano molto reali.

James: Ovviamente, è necessaria *leadership* politica, dato che sappiamo di essere in presenza di un contesto politico disfunzionale. Ironicamente, gli unici sistemi politici non disfunzionali sono quelli cinese e russo. Piaccia o no, tali due paesi hanno in effetti sistemi politici funzionanti. Viviamo quindi in un contesto politico estremamente singolare.

Kip: Jay, vorrei sapere, su un arco di 10 anni, qual è la società al di fuori del sistema finanziario cui vorresti che la tua, State Street, assomigliasse?

Jay: Penso che sia piuttosto facile. Per me è Amazon. Fanno di tutto per accontentare e soddisfare il cliente e tutto il resto deriva da quello. E penso che l'*ethos*, ora insito in mezzo milione di persone, sia ciò che spinge Amazon ad affermarsi, verticale per verticale, nel settore della vendita al dettaglio. Come sapete, nella maggior parte dei casi si ritiene che la dimensione sia un inibitore della velocità e dell'agilità e probabilmente ci sono alcune altre aziende così, ma per me Amazon è il massimo, in considerazione dell'*ethos* per quel che riguarda i clienti e dell'agilità, trattandosi di una società con mezzo milione di dipendenti.

Kip: Bene. James, quale caratteristica di un CEO è stata premiata negli ultimi 10 anni, ma non lo sarà nei prossimi 10?

James: Non vorrei eludere la tua domanda, ma devo farlo. Non esiste una risposta a tale domanda. Intendo dire che ci sono cose che Warren Buffett può e dovrebbe fare con Berkshire, ma che una banca regolamentata che è uscita dalla crisi finanziaria non può fare. Larry Page dovrebbe farle. Alibaba le sta già facendo. L'abito fa il monaco. Voglio dire che un CEO prende decisioni operative e agisce sulla base delle condizioni della sua società, dei mercati in cui opera, del contesto geopolitico e macroeconomico globale. E come sapete, tutti questi fattori interagiscono. Esaminiamo cosa è successo di recente a Facebook, paragonando la situazione a sei mesi fa. Cosa faresti se fossi Netflix e le azioni aumentassero del 70% in un anno? In effetti possiede una categoria. In sostanza acquisisce contenuti. Non è possibile dire che bisogna essere più audaci o più umili: in realtà dipende dalla natura della società, dall'attività, dalle dinamiche settoriali. E il segreto per essere un buon CEO, a mio giudizio, è essere se stessi, ma anche realistici per quel che riguarda il contesto in cui si opera. Bisogna pertanto cercare di evitare di comportarsi come un CEO invidioso di quel che fanno altri, che hanno un diverso stile di personalità, o formazione o esperienza. Si deve essere se stessi, ma nel rispetto dei limiti dell'entità che si gestisce. Se si gestisce un'azienda in fase di ripresa, è ovviamente necessario comportarsi in modo prudente, ma anche essere estremamente risoluti. Se lavori in una società che cresce per esempio al ritmo di Facebook, Amazon, Netflix e Google, se non sei ambizioso, sei pazzo, giusto? Il mercato ti lascia la libertà di non guadagnare. Ti incoraggia a investire tutto nella crescita dell'azienda. Se non lo fai, vuol dire che il lavoro non fa per te. Francamente, per un CEO il problema è che le società si muovono così rapidamente, da costringerlo ad adattare il suo stile nel tempo. Non può avere uno stile e un bagaglio comportamentale predefiniti e limitarsi a dire "è così". Deve adeguarsi. Desidero nuovamente ricordare cosa è successo a Facebook nell'ultimo paio di mesi, rispetto a sei mesi fa. Ha dovuto adattare il proprio stile, in termini di team ai vertici, la propria condotta, ricordate? E ciò fa parte della costante evoluzione e del processo di apprendimento di un'organizzazione dinamica, non statica.

Kip: Ora porrò a ciascuno di voi la stessa domanda. Barry, partiamo da te. In una o due frasi, puoi dirci quale sarà il fattore scatenante più probabile della prossima crisi finanziaria globale?

Barry: Penso che sia difficile mettersi a dire ora che sarà una crisi dei mutui o qualcosa simile a quel che è stato in passato, ma ritengo, quasi con assoluta certezza, che sia il fatto di non avere imparato dal passato.

Kip: Grazie, Jay?

Jay: Direi un errore sul fronte politico. Ci sono banche centrali che hanno ritirato liquidità per 15 trilioni di dollari statunitensi. La nostra banca centrale per 4 trilioni. Devono procedere per gradi, basta guardare al mercato dei Treasury. Penso che valga la pena di tenere la situazione sotto controllo, non solo negli Stati Uniti, ma anche a livello di BCE [Banca Centrale Europea], nel Regno Unito e in Giappone. Credo che questa riduzione dei bilanci delle banche centrali sia prima o poi destinata a creare un errore politico.

Kip: E tu, James?

James: Il credito. Negli Stati Uniti i tassi sono in aumento. Sono destinati ad aumentare anche in Europa e in Giappone e a quel punto il mondo cadrà in recessione. Quando i tassi aumentano, la gente sopravvaluta l'affidabilità creditizia e il progressivo aumento dei tassi crea al minimo una recessione e al massimo una crisi del credito; questo è ciò che è accaduto. La differenza tra questa e l'ultima crisi finanziaria è che la gente ha una liquidità decisamente maggiore nel settore finanziario. Penso quindi che sia improbabile che si trasformi nella crisi suprema, ossia una crisi di liquidità.

Kip: Tocca a te, Greg?

Greg: Direi tassi e credito; penso inoltre che un'altra conseguenza della crisi finanziaria sia stata l'esplosione del credito privato e la concessione [di prestiti] sempre più "covenant lite", ossia con minori clausole di tutela, in quanto un numero crescente di imprese mira a crescere in tale segmento. E quando i tassi aumentano, in gran parte si tratta di tassi variabili. Di conseguenza, quella potrebbe essere un'area a mio avviso in grado di scatenare un certo panico.

Kip: Benissimo. Desidero esprimere il mio apprezzamento per il vostro contributo. Grazie per la vostra partecipazione.

Conduttore/Richard Banks: Si conclude così questa edizione di Talking Markets con Franklin Templeton. Grazie a tutti coloro che hanno contribuito. Se ne hai apprezzato le analisi e desideri maggiori informazioni, controlla il nostro archivio degli episodi precedenti e abbonati su iTunes, Google Play o qualunque altro fornitore di podcast. Ti diamo appuntamento alla prossima occasione, in cui illustreremo altre analisi elaborate dai nostri professionisti dell'investimento sul posto. Arrivederci!

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi rappresentano i pareri personali dei gestori degli investimenti ed hanno finalità puramente informative e d'interesse generale e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituiscono una consulenza legale o fiscale. Le informazioni fornite in questo materiale sono rese alla data di pubblicazione, sono soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere intese come un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato od un investimento.

Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

Quali sono i rischi?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.