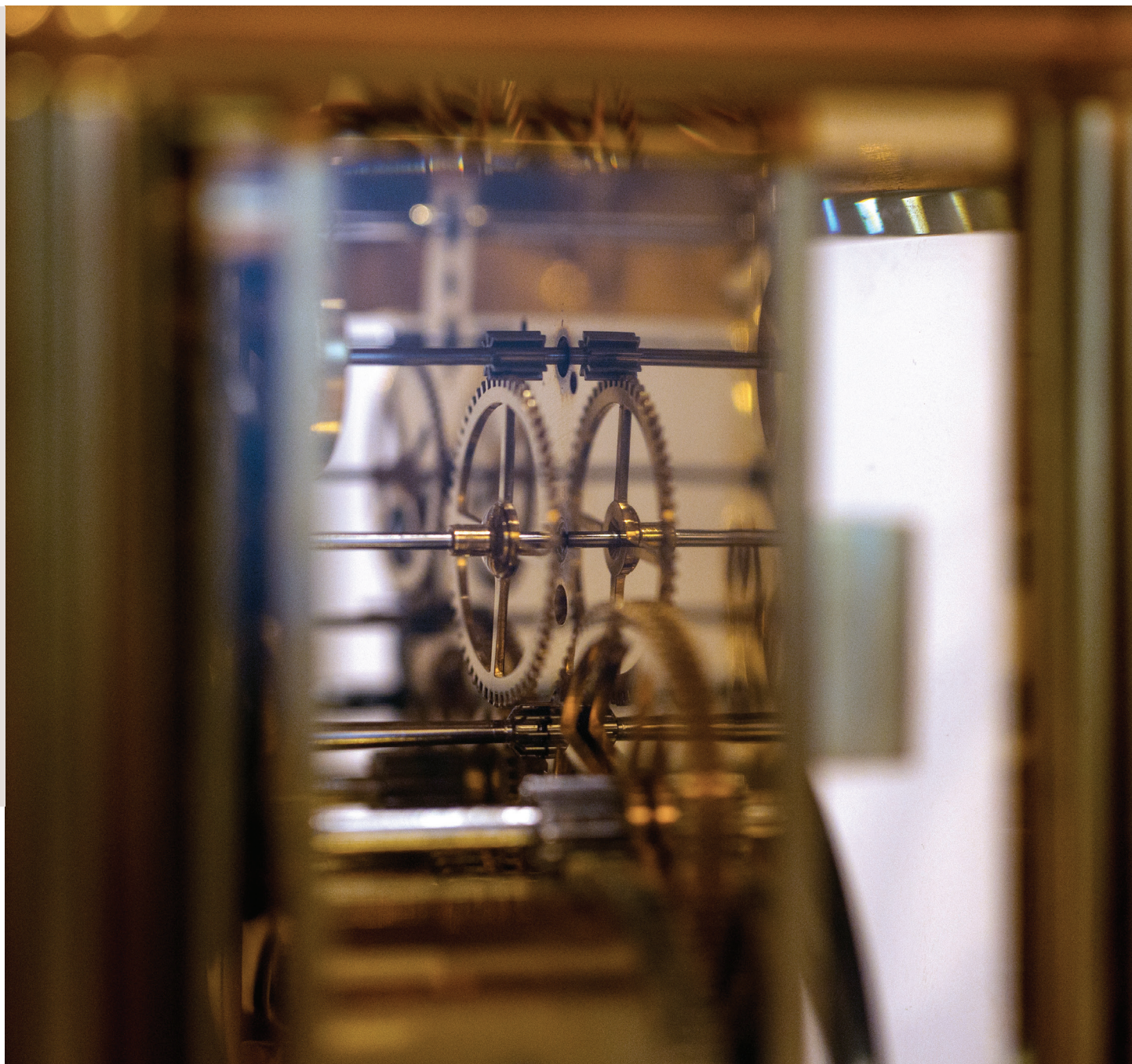




LETTERA TRIMESTRALE | EDIZIONE 45 | GENNAIO 2025

Perché è importante preservare il patrimonio

Premessa

“Perché è così importante concentrarsi sulla conservazione del patrimonio?” È una domanda che ci viene posta spesso, ed è una domanda legittima.

In un contesto in cui i mercati azionari registrano performance brillanti e il *sentiment* generale è di ottimismo, un approccio agli investimenti che pone l'accento sulla conservazione può sembrare prudente e poco ambizioso. In questi momenti, troviamo utile richiamare le parole dell'economista John Kenneth Galbraith, che ci metteva in guardia contro “l'estrema brevità della memoria finanziaria”.¹

Con ogni rialzo del mercato, c'è una caduta eventuale e inevitabile. E se è vero che durante una fase di ribasso, i benefici di un approccio focalizzato sulla conservazione appaiono immediatamente più evidenti, c'è il rischio che gli investitori reagiscano in maniera sproporzionata, abbracciando un'eccessiva cautela.

Il nostro obiettivo, invece, è quello di superare le oscillazioni del mercato di oggi o di domani, costruendo portafogli capaci di preservare e accrescere il patrimonio per le generazioni a venire. La crescita, infatti, è essenziale, ma desideriamo perseguirla in modo equilibrato e attento, evitando di incorrere in perdite irreparabili lungo il percorso.

Il nostro approccio agli investimenti, tuttavia, rappresenta solo una parte del più ampio quadro della conservazione del patrimonio. In qualità di gestori patrimoniali, ci impegniamo anche a supportare i nostri clienti nel prepararsi al futuro nel miglior modo possibile. In questa Lettera Trimestrale, condividiamo alcune delle strategie che adottiamo per raggiungere quest'obiettivo.

Mi auguro che i punti di riflessione contenuti in queste pagine possano offrirvi spunti preziosi. Concludo con l'augurio che il 2025 porti a voi e ai vostri cari salute, felicità e successo.

¹ A Short History of Financial Euphoria, John Kenneth Galbraith, 1990



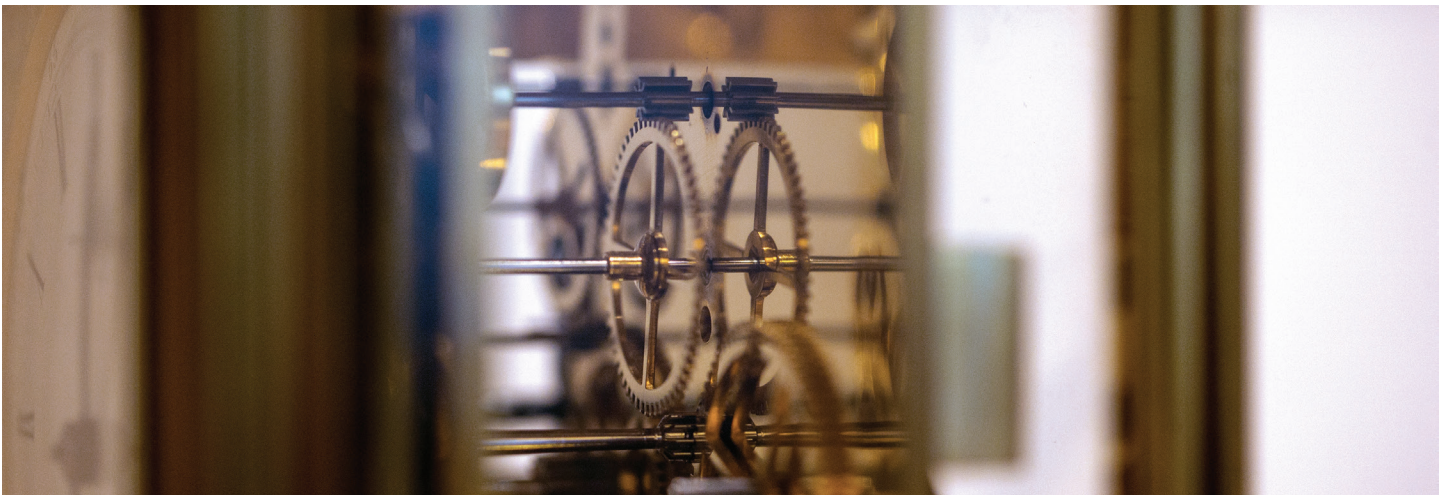
Helen Watson

CEO, Rothschild & Co Wealth Management UK

Immagine di copertina:
Pawel Czerwinsky, Unsplash.com

Rothschild & Co Wealth Management
New Court
St. Swithin's Lane
Londra
EC4N 8AL
+44 20 7280 5000
rothschildandco.com

© 2025 Rothschild & Co
Wealth Management
Data di pubblicazione: gennaio 2025.



Perché è importante preservare il patrimonio

Arie de Geus, un teorico aziendale olandese, ha scritto che le aziende si comportano come pozzanghere o come fiumi.

Le aziende che si concentrano solo sulla produzione di profitti per l'attuale gruppo di manager e investitori sono le pozzanghere. Quando le piogge sono abbondanti, godono di una sana espansione e crescita. Purtroppo, anche un breve periodo di sole intenso può portare alla completa evaporazione. La sopravvivenza di una pozzanghera dipende da condizioni favorevoli.

D'altra parte, le aziende che costruiscono solide fondamenta per il futuro assomigliano a fiumi.

“A differenza di una pozzanghera, un fiume è un elemento permanente del paesaggio. Quando piove, il fiume può gonfiarsi. Con il sole, può ridursi. Ma ci vuole una lunga e grave siccità perché un fiume scompaia”.²

Sebbene questa analogia sia stata originariamente pensata per descrivere le aziende, si presta perfettamente anche alla gestione del patrimonio. Una ricchezza gestita male può prosciugarsi velocemente, proprio come una pozzanghera in un'afosa giornata estiva. Tuttavia, con una visione a lungo termine, è possibile creare un “fiume” di ricchezza, capace non solo di fluire oggi ma anche di continuare a scorrere in futuro.

Come dice elegantemente De Geus, in un fiume “le gocce d'acqua nuove succedono a quelle vecchie, e tutte vengono portate avanti”.

Abbiamo scelto di partire da questa analogia perché sintetizza perfettamente l'essenza della conservazione del patrimonio: garantire stabilità e sicurezza per voi, per i vostri cari e per le generazioni che verranno. Tuttavia, prima di approfondire le motivazioni alla base della conservazione patrimoniale, è importante chiarire a chi appartiene questa ricchezza.

PARTENDO DAI PROPRIETARI

In generale, la maggior parte dei nostri clienti ha già accumulato una significativa ricchezza o sta attivamente lavorando per costruirla.

Tornando alla metafora meteorologica di De Geus, il primo gruppo si trova spesso a gestire una riserva di ricchezza limitata, che possiamo paragonare non a una pozzanghera, ma piuttosto a un lago. Per questi clienti, il capitale è prezioso e solitamente difficile da sostituire. Pensiamo, ad esempio, a un imprenditore che ha appena venduto la sua azienda principale, a un professionista prossimo alla pensione, a un ente di beneficenza che ha ricevuto una significativa donazione, o alle famiglie e discendenti dei creatori di ricchezza.

Dall'altro lato, ci sono i clienti che possono contare su una fonte di reddito in continua crescita, un vero e proprio “flusso” di ricchezza, se vogliamo mantenere la metafora. Pur avendo spesso gran parte del capitale legato alla loro attività principale, dispongono di risorse da investire e sono desiderosi di prepararsi al meglio per il futuro.

Ogni è unica ma ciò che accomuna i nostri clienti è il desiderio di ottenere tranquillità e stabilità attraverso i loro investimenti. In pratica, questo si traduce nella costruzione di un portafoglio focalizzato sulla reale conservazione del patrimonio. Ma cosa significa concretamente?

Dal nostro punto di vista, il ruolo di un gestore patrimoniale non è quello di promettere ritorni strabilianti pari a 50 o 100 volte il capitale iniziale. Questo è il regno dell'imprenditoria. Allo stesso modo, le scommesse su startup innovative o sulla prossima grande idea sono il terreno dei *venture capitalist*.

² The Living Company: Growth, Learning and Longevity in Business, Arie de Geus, 1997

Ciò non significa che dobbiate evitare questo tipo d'investimenti: essi possono (e spesso lo fanno) affiancarsi felicemente a un portafoglio di conservazione del patrimonio. Tuttavia, noi crediamo prima di tutto nella conservazione e, di conseguenza, i nostri portafogli sono bilanciati tra investimenti "di rendimento" e "di diversificazione".

Le nostre attività a rendimento orientato alla crescita mirano a fornire rendimenti superiori all'inflazione nel lungo periodo, mentre i nostri diversificatori cercano di offrire un'importante protezione contro le grandi perdite e di generare fonti di rendimento alternative ai mercati azionari.

È un approccio che può sembrare banale se paragonato all'entusiasmo di fondare un'azienda o di investire in quella che potrebbe diventare la prossima Amazon o Nvidia. Tuttavia, siamo convinti che dare la priorità alla conservazione sia l'obiettivo giusto per ogni proprietario di patrimoni, per una parte o per la totalità dei suoi asset liquidi.

Come diceva Nathan Mayer Rothschild agli inizi del 1800, mentre per fare una grande fortuna ci vuole "una grande dose di audacia e una grande dose di prudenza", per mantenerla "serve dieci volte più ingegno".

IL VALORE DELLA DIVERSIFICAZIONE

Un'alternativa a un portafoglio orientato alla conservazione è quella di investire completamente in azioni. A prima vista, l'ipotesi sembra allettante: 100 dollari investiti nell'S&P 500 nel 1928 varrebbero più di 787.000 dollari nel 2023.³

Al contrario, 100 dollari investiti in obbligazioni societarie sarebbero cresciuti fino a soli 49.500 dollari nello stesso periodo, con una differenza di circa il 94%. Gli investimenti nei Treasury a 10 anni avrebbero prodotto un risultato ancora più deludente: appena 7.300 dollari.

Viene quindi spontaneo chiedersi: se le azioni offrono rendimenti così elevati nel lungo periodo, perché diversificare?

Innanzitutto, ci teniamo a sottolineare che crediamo fermamente nell'investimento azionario a lungo termine. La maggior parte dei nostri portafogli include attività di rendimento, molte delle quali legate ai mercati azionari. Riteniamo che le azioni siano uno strumento fondamentale per contrastare l'erosione del potere d'acquisto causata dall'inflazione. Nel lungo periodo, infatti, un portafoglio composto esclusivamente da strumenti "sicuri" o liquidità potrebbe risultare insufficiente per proteggere il valore reale del patrimonio.

A nostro avviso, quindi, il problema non è se possedere o meno azioni, ma piuttosto quale percentuale di un portafoglio dovrebbe essere investita in esse. Per noi è sempre una funzione delle opportunità disponibili e non è mai determinata da un'allocazione fissa.

Quando investiamo, i nostri investimenti vengono selezionati in base ai loro meriti, tenendo conto non solo dei rendimenti che ci aspettiamo che producano, ma anche dei rischi che possono presentare. Non cerchiamo di "comprare il mercato", per così dire.

³ NYU Stern School of Business. Rendimenti storici di azioni, obbligazioni e titoli di stato: 1928-2023.

“Il profitto nel mercato azionario è un tesoro dei goblin: in un momento è rubino, il momento dopo è carbone; in un momento è diamante, e il momento dopo è pietrisco.”

Confusion of Confusions (1688), il più antico libro conosciuto sui mercati azionari



Di conseguenza, l'allocazione alle azioni nei nostri portafogli può variare nel tempo. Stabilire una quota fissa al 100% potrebbe costringerci a investire in momenti in cui riteniamo che le azioni non offrano un valore reale.

Inoltre, le azioni non sempre offrono i migliori rendimenti, anche su lunghi periodi

Consideriamo il Giappone. Chi avesse investito al 100% nel mercato azionario giapponese alla fine degli anni '80 avrebbe goduto di una crescita spettacolare, fino allo scoppio della bolla. Dal gennaio 1990 al gennaio 2000, questo investitore avrebbe perso il 35%, anche tenendo conto del reinvestimento di tutti i dividendi (utilizzando i dati dell'indice Topix Total Return).

A gennaio 2010, dopo 20 anni, la situazione sarebbe peggiorata anziché migliorare: il portafoglio azionario giapponese completamente investito sarebbe sceso del 61% rispetto al punto di riferimento del 1990. Inoltre, l'indice Topix ha dovuto attendere fino al febbraio 2021 per chiudere in rialzo rispetto al giugno 1991 - quasi 30 anni.⁴

Alla luce di ciò, forse non sorprende che molti si sentano a disagio di fronte all'instabilità e alle periodiche forti diminuzioni del valore del portafoglio che inevitabilmente si verificano con un approccio esclusivamente azionario

L'esperienza giapponese è stata rara, certo, ma scenari simili non sono da escludere. Dopo tutto, qualsiasi discussione significativa sulla conservazione del patrimonio dovrebbe sempre considerare attentamente il rischio.

DEFINIRE IL RISCHIO

Nel suo libro *Mastering the Cycle*, l'investitore americano Howard Marks fornisce una valida definizione di rischio negli investimenti: la probabilità di una perdita permanente di capitale.

Da un punto di vista pratico, consideriamo qualsiasi perdita significativa di capitale, e i relativi rendimenti reali negativi che si estendono su 10, 20 o 30 anni, come rientranti in questa definizione.

Una perdita permanente può verificarsi quando un singolo investimento crolla di prezzo e non si riprende più, oppure quando gli investimenti vengono venduti durante un *drawdown*, impedendo all'investitore di godere di un successivo rimbalzo.

È importante, tuttavia, fare una distinzione tra questi scenari e la normale volatilità dei prezzi degli asset, che è una caratteristica inevitabile dei mercati finanziari. Dopotutto, i mercati azionari sono intrinsecamente ciclici: hanno picchi e cali, rialzi e ribassi, flussi e riflussi.

Non è nostra intenzione essere superficiali quando descriviamo come "temporanee" le perdite subite durante un tipico ribasso. Alcune possono durare fino a due o tre anni, un periodo di tempo che riconosciamo essere molto sconcertante per qualsiasi investitore. Tuttavia, raramente ciò rappresenta una minaccia esistenziale per un portafoglio.

"Di tanto in tanto, un rialzo o un ribasso si protraggono a lungo e/o in modo estremo e la gente comincia a dire: 'questa volta è diverso'", afferma Marks.

"Ma poi di solito si scopre che le vecchie regole sono ancora valide e il ciclo riprende. Alla fine, gli alberi non crescono fino al cielo e poche cose tornano a zero".

Tuttavia, "di solito" non significa "sempre". Alcuni rischi che sembrano temporanei possono trasformarsi in qualcosa di più duraturo. In che modo questo influisce sul nostro approccio alla conservazione del patrimonio?

Il nostro obiettivo è attenuare l'impatto delle perdite temporanee in un modo che, speriamo, non tolga il sonno ai nostri clienti. Allo stesso tempo, vogliamo evitare del tutto i rischi di investimento più gravi che potrebbero portare a perdite permanenti e irreversibili.

A tal fine, cerchiamo di condurre una ricerca approfondita e solida prima di aggiungere investimenti ai nostri portafogli. Solo le società solide e i gestori terzi, con team di leadership qualificati e vantaggi competitivi sostenibili, vengono selezionati.

Un'azienda è costruita su solide fondamenta che ne garantiscono la sopravvivenza a lungo termine, come un fiume, o è troppo vulnerabile alle forze esterne che potrebbero far evaporare i suoi interessanti rendimenti, come una pozzanghera? Come De Geus, abbiamo molta più fiducia nel successo a lungo termine delle aziende che si comportano come fiumi.

Infine, il rischio ha spesso una connotazione negativa. In uno studio, "perdita", "paura" e "pericolo" sono state le parole più associate dai clienti bancari al concetto di rischio.⁵ Questo è comprensibile e ci auguriamo di aver fugato ogni dubbio dei nostri lettori sul nostro approccio al rischio.

⁴ Financial Times: L'indice azionario giapponese Topix chiude ai massimi livelli dal 1991, 8 febbraio 2021.

⁵ Risk Savvy: come prendere buone decisioni, p99, Gerd Gigerenzer, 2012.

Una parola che mancava nelle risposte dello studio, tuttavia, era “opportunità”. In una fase di ribasso del mercato, un’eccessiva avversione al rischio può impedire agli investitori di trarre vantaggio dai cali di prezzo di società che altrimenti presentano solidi fondamentali. È quindi fondamentale bilanciare rischio e rendimento adeguatamente.

Per citare l’investitrice americana Cathie Wood: “I mercati toro più forti a cui ho partecipato sono stati costruiti su muri di preoccupazioni”.⁶

ALLONTANARSI DAL GREGGE

Per i pinguini Adélie, nuotare nell’Oceano Antartico è un’arma a doppio taglio. Se da un lato l’oceano ospita il krill che costituisce gran parte della loro dieta, dall’altro le sue acque gelide e torbide nascondono anche le foche leopardo che li predano a loro volta. Mangiare o essere mangiati.

Secondo l’economista comportamentale Michelle Baddeley, i pinguini utilizzano l’apprendimento sociale per valutare la migliore linea d’azione quando è il momento di nutrirsi. In altre parole, aspettano di vedere cosa fanno i loro amici: una volta che un pinguino affamato si immerge nelle profondità ghiacciate e torna in superficie indenne, tutti lo seguono rapidamente.

Questo comportamento si chiama “gregarismo” -(*herding*) e gli esseri umani sono inclini a farlo proprio come i pinguini.

“Ci comportiamo come un gregge perché è più veloce e più facile semplicemente seguire gli altri, anche se c’è la possibilità che stiamo semplicemente copiando i loro errori”, spiega Baddeley.⁷

Il *herding* è comune tra gli investitori, soprattutto quando i mercati sono ai massimi o ai minimi storici. Questo fenomeno è solitamente dovuto all’“euristica degli affetti”, una scorciatoia mentale che il cervello utilizza per prendere decisioni basate sullo stato d’animo di una persona.

Anche se la maggior parte di noi vorrebbe considerarsi un decisore razionale e obiettivo, spesso non è così. Infatti, il *herding* è solo un esempio dei pregiudizi comportamentali che possono influenzare gli investitori, ma ce ne sono molti altri, tra cui il bias di conferma, l’avversione alle perdite e l’effetto dotazione.

Le emozioni delle persone tendono ad agire come un pendolo, oscillando dall’euforia sfrenata allo sconforto più totale di pari passo con le fluttuazioni del ciclo di mercato.⁸

Nei periodi di esuberanza del mercato, gli investitori spesso cedono all’avidità, inseguendo i titoli a valutazioni elevate nel timore di essere lasciati indietro mentre altri guadagnano. Allo stesso modo, quando i prezzi crollano, il panico ha spesso la meglio sulla prudenza, spingendo gli investitori a vendere in fretta e furia, nel tentativo di arginare le perdite.

Sebbene possa sembrare controintuitivo, il rischio di investimento è spesso più alto quando sembra più basso e viceversa. Speculare sul momento perfetto per entrare e uscire dagli investimenti può comportare le stesse perdite che si spera di evitare, in particolare per coloro che acquistano al picco del mercato e poi cristallizzano i temporanei cali di prezzo vendendo al suo nadir.

⁶ Bloomberg UK. Cathie Wood compra il calo del 13% di Tesla mentre ARKK scivola di nuovo. 23 febbraio 2021.

⁷ Copycats & Contrarians: Why We Follow Others ... and When We Don't, pag. 92, Michelle Baddeley, 2018.

⁸ Mastering the Market Cycle, pag. 83, Howard Marks, 2018.

il herding è solo un esempio dei pregiudizi comportamentali che possono influenzare gli investitori, ma ce ne sono molti altri, tra cui il bias di conferma, l’avversione alle perdite e l’effetto dotazione



La nostra ferma convinzione è che il tempo trascorso nei mercati sia molto più efficace del tentativo di cronometrare i mercati. Ecco perché, durante i periodi di turbolenza, quando le emozioni sono alle stelle, il vero vantaggio risiede solitamente nel resistere alla tentazione di seguire la massa.

È più facile dirlo che farlo. L'artista Vincent van Gogh ha giustamente identificato le "piccole emozioni" come i "grandi capitani della nostra vita", capitani a cui obbediamo senza saperlo. Per affrontare questa sfida, concentrarsi sulla conservazione del patrimonio offre un'ancora di stabilità.

OLTRE GLI INVESTIMENTI

Speriamo di aver spiegato in modo convincente perché riteniamo che la conservazione del patrimonio sia l'approccio giusto dal punto di vista degli investimenti. Ma è anche altrettanto importante affrontare gli aspetti più personali della gestione patrimoniale.

Sia che il patrimonio sia stato tramandato per più generazioni, sia che si tratti di un'acquisizione più recente, la maggior parte delle famiglie desidera proteggere la propria eredità e preparare le generazioni future a esserne custodi responsabili.

Molte persone apprezzano anche il fatto di avere una cassa di risonanza per le loro idee, o sono desiderose di fare la loro parte nel preservare l'ambiente e le comunità in cui vivranno i loro figli e nipoti. Conservare un'eredità può significare molte cose diverse per molte persone diverse.

In poche parole, il ruolo di una gestione patrimoniale non è solo quello di massimizzare i rendimenti degli investimenti. Questo è il campo della gestione patrimoniale. Il nostro obiettivo è quello di avere una visione più ampia e a lungo termine dei vostri obiettivi per il futuro e di lavorare a stretto contatto con voi su come raggiungerli.

Per alcuni, si tratta di scegliere il momento giusto per vendere un'azienda o di pianificare il denaro necessario per la pensione. Altri potrebbero voler dare priorità a investimenti più sostenibili, come il nostro portafoglio Exbury.

IL RE DELLE OSCILLAZIONI

I rendimenti medi annualizzati reali dell'S&P 500 sono stati di circa il 10% dalla sua creazione nel 1957. Tuttavia, l'indice ha registrato rendimenti compresi tra l'8% e il 12% solo in cinque occasioni durante questo periodo – e solo una volta negli ultimi tre decenni.

Al contrario, nello stesso periodo i rendimenti si sono discostati di oltre 20 punti percentuali dalla media (oltre il +30% o il -10%) 16 volte, ovvero circa una volta ogni quattro anni. Per dirla con le parole di Howard Marks, "la media non è certo la norma" per quanto riguarda la performance del mercato azionario.⁹

Detto questo, non pretendiamo di essere tutto per tutti. Come diceva il filosofo cinese Confucio, "chi insegue due conigli non ne prende nessuno". Per questo motivo, siamo sempre lieti di presentare ai nostri clienti contatti fidati all'interno della nostra rete più ampia che potrebbero essere in grado di aiutarli meglio.

In definitiva, la nostra speranza è sempre quella di lavorare con i nostri clienti per decenni e, idealmente, per generazioni. Per questo motivo, l'attenzione alla conservazione del patrimonio reale è il nostro principio guida in Rothschild & Co.

La sfida consiste nell'offrire risultati coerenti e soddisfacenti nel lungo periodo. Siamo grati a voi, i nostri clienti, che continuate a fidarvi di noi.

⁹ Ibid, pag. 86

Disclaimer

Note

In Rothschild & Co Wealth Management offriamo una prospettiva obiettiva a lungo termine sull'investimento, la strutturazione e la salvaguardia del patrimonio, per preservare e far crescere gli assets dei nostri clienti. Forniamo una gamma completa di servizi ad alcune delle famiglie, degli imprenditori, delle fondazioni e degli enti di beneficenza di maggior successo al mondo. In un ambiente in cui spesso domina il pensiero a breve termine, la nostra prospettiva a lungo termine ci distingue. Crediamo che la conservazione, prima di tutto, sia l'approccio corretto per la gestione del patrimonio.

Questo documento è prodotto da Rothschild & Co unicamente a titolo informativo e a uso esclusivo del destinatario dello stesso. Salvo quanto specificatamente concordato da Rothschild & Co per iscritto, questo documento non può essere copiato, riprodotto, distribuito o trasmesso, in tutto o in parte, a qualsiasi altra persona. Le informazioni sopra riportate hanno valore esemplificativo e non sono comunque complete circa le caratteristiche, la natura e i rischi dei prodotti finanziari menzionati e/o del relativo investimento, per cui si rinvia alla relativa documentazione informativa. In nessun caso le informazioni di cui sopra possono essere considerate un'offerta o una sollecitazione all'acquisto di strumenti finanziari né oggetto di raccomandazione personalizzata.

Il valore e il rendimento degli investimenti possono essere soggetti sia a diminuzioni che ad aumenti ed è possibile non recuperare l'importo dell'investimento iniziale. I rendimenti passati non rappresentano un indicatore dei possibili rendimenti futuri. Investire per ottenere un rendimento significa accettare del rischio: le aspettative sulla performance non sono e non possono essere garantite. Se un investimento comporta un'esposizione a una divisa estera, le variazioni relative al tasso di cambio possono causare diminuzioni o aumenti del valore e del rendimento dell'investimento.

Sebbene le informazioni e i dati qui presenti siano stati ottenuti da fonti ritenute attendibili, nessuna garanzia – implicita o esplicita – è o sarà fornita in merito alla loro completezza o esattezza e nessuna responsabilità è o sarà accettata da Rothschild & Co in merito o in relazione alla correttezza, accuratezza o completezza del presente documento o delle informazioni che costituiscono la base dello stesso o per qualsiasi affidamento fatto su questo documento da chiunque. In particolare, nessuna dichiarazione o garanzia è fornita in merito al raggiungimento o alla ragionevolezza di eventuali proiezioni future, obiettivi, stime o previsioni contenute in questo documento.