

ALLA RICERCA DEL TEMPO PERDUTO

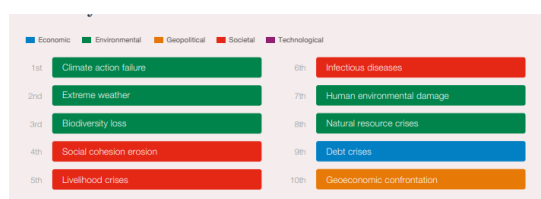
Inflazione, tassi in aumento e pandemia costituiscono motivi di pressione sui mercati che oscilleranno tra le modalità “risk on” e “risk off”.

Quest'ultima modalità tende a mettere tensione nei mercati emergenti ma la volatilità di breve termine è composta in larga misura da ciò che Kahneman definisce “rumore”, forme di errore che alterano valutazioni e giudizi.

Esattamente due anni fa, il 20 gennaio 2020, il presidente cinese Xi Jinping ammetteva finalmente davanti al mondo la pericolosità del coronavirus. Nei mesi precedenti i primi segnali della malattia erano stati sottovalutati dalle autorità locali della città di Wuhan e per qualche settimana anche il governo centrale di Pechino nascose le notizie relative alla velocità dei contagi. L'annuncio del presidente cinese mise in allarme l'Organizzazione Mondiale della Sanità ma non gli altri paesi del mondo, in un primo momento sembrava che l'epidemia fosse una questione cinese, anzi, una sorta di “Chernobyl” che avrebbe indebolito il potere autocratico di Pechino. La portata di quell'annuncio di due anni fa venne sottovalutata, sarebbe stata presa sul serio solo a inizio marzo. Da lì a dodici mesi, mentre i governi occidentali affrontavano la pandemia con regole e strategie diverse, il governo cinese ne aveva ripreso il controllo e aveva stroncato con durezza il dissenso interno. Dopo due anni, il virus tornò là dove è cominciato tutto: a dispetto dell'obiettivo “Zero Covid” e delle drastiche misure di isolamento, la variante Omicron è stata rilevata a Shanghai, in altre città della costa e, il 15 gennaio, anche a Pechino.

Un anno dopo, il 20 gennaio 2021, si insediava alla Casa Bianca il nuovo presidente americano Joe Biden. La pandemia ebbe un ruolo decisivo anche in questo caso, Trump aveva dalla sua i tagli delle tasse e i record di Wall Street ma la pessima gestione dell'emergenza sanitaria gli fece perdere le elezioni. Se non ci fosse stato il coronavirus, con il suo tragico bilancio di vite umane e di posti di lavoro perduti, molto probabilmente oggi Trump sarebbe ancora alla Casa Bianca.

Il 20 gennaio 2022, in occasione del tradizionale appuntamento di Davos, quest'anno in versione virtuale, un centinaio di super-ricchi ha sottoscritto un appello a favore di un sistema fiscale più equo. “Fateci pagare più tasse”, hanno scritto, perché una fiscalità più giusta è anche lo strumento più efficace per recuperare la fiducia verso la democrazia dei tanti “left behind”, per disinnescare il rancore sociale che mina il funzionamento della rappresentanza democratica. Nella mappa dei maggiori rischi pubblicata dal World Economic Forum, quelli relativi alle disuguaglianze e alla disgregazione sociale vengono immediatamente dopo i rischi riferiti all'ambiente, alle catastrofi naturali e alla perdita della bio-diversità.



I maggiori rischi globali nei prossimi dieci anni secondo il World Economic Forum. Fonte: World Economic Forum Global Risks Perception Survey 2021-2022.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Nel gennaio 2022, lungo il confine ucraino si sta sviluppando il pericoloso confronto tra Russia e paesi NATO, una crisi locale solo in apparenza, rimanda infatti a un disegno più ampio perché la Russia ha dalla sua il sostegno della Cina. L'intesa tra i due paesi era impensabile appena pochi anni fa ma è stata resa possibile dagli errori diplomatici dei paesi occidentali e dal comune interesse di Mosca e Pechino a sfidare l'influenza globale degli Stati Uniti e ridisegnare la mappa dell'ordine mondiale. La crisi ucraina ha la sua simmetrica corrispondenza nello Stretto di Taiwan, il braccio di mare che separa l'isola dalla terraferma cinese. Nei due posti più rischiosi del pianeta la posta in gioco sono le ambizioni neo-imperiali della Russia e il desiderio di affrancamento della Cina che "non nasconde più la sua forza", come raccomandava Deng Xiaoping.

Il disordinato ritiro degli Stati Uniti dall'Afghanistan è stata una sorta di certificazione del declino del potere globale dell'Occidente che procede con l'indebolimento delle idee liberal-democratiche che hanno segnato la seconda metà del XX secolo. "Stanno vincendo i cattivi", scrive Anne Applebaum su *The Atlantic* e il fascino dei cattivi si avverte anche nei paesi occidentali.



La copertina di Atlantic dicembre 2021

I modelli di governo autoritari e dispotici piacciono alle componenti tradizionalmente antidemocratiche ed estreme, convincono le fasce più fragili della popolazione, sfregiate dalle crisi e che si sentono prive di rappresentanza. Le loro condizioni sono testimoniate dal Rapporto Oxfam ed è proprio a loro che si rivolgono i "super-ricchi" dell'appello di Davos. La data del 6 gennaio 2021 segna la storia della democrazia americana e nello stesso tempo è per tutti plastico ammonimento dei pericoli della disgregazione sociale.

Alle onde sismiche provocate dai movimenti delle grandi faglie geo-strategiche globali, si aggiungono le scosse di superficie degli sviluppi della pandemia, la crescita economica ancora vulnerabile, l'inflazione, l'inversione delle politiche monetarie. Un ricco menù di incertezze e di volatilità che però, spiega in queste settimane il professor Legrenzi nelle Lezioni de "I soldi in testa", nel lungo termine si trasformano in rischio: se l'incertezza è imprevedibile, il rischio è misurabile.

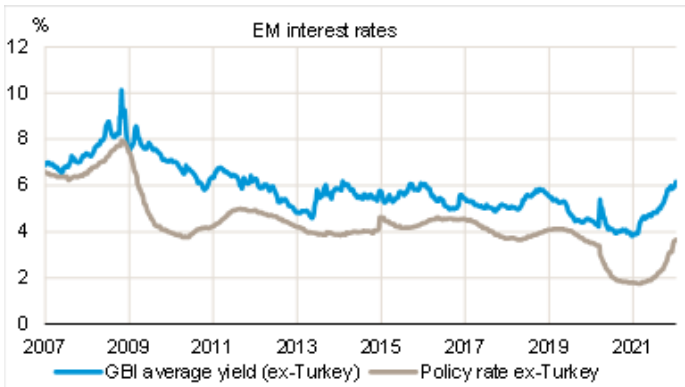
Inflazione, tassi in aumento e pandemia costituiscono motivi di pressione sui mercati che oscilleranno facilmente tra le modalità "risk on" e "risk off". Quest'ultima modalità, generalmente, mette nel frullatore delle vendite mercuriali anche i mercati emergenti ma la volatilità di breve termine è composta in larga misura da ciò che Kahneman definisce "rumore", forme di errore che alterano valutazioni e giudizi.

Le frenetiche settimane del febbraio e del marzo 2020 e il recupero dei mercati nei mesi successivi sono un ricordo recente che conferma facilmente le insidie del condizionamento del rumore. La nostra mente è uno strumento di misura impreciso, scrivono Kahneman e i suoi co-autori in "Rumore, un difetto del ragionamento umano" (Utet, 2021), è inevitabile che ogni qual volta si eserciti un giudizio esso non sia mai oggettivo e razionale ma, al contrario, sia condizionato da pregiudizi e variabili dispersive.

I "rumori" nelle analisi di mercato e nelle decisioni di investimento sono sovrabbondanti quanto il flusso costante di notizie: la conoscenza è indispensabile per qualsiasi decisione ("conoscere per deliberare", ammoniva Luigi Einaudi) eppure, nell'era dell'informazione, l'eccesso di notizie non aiuta, rende semmai ancor più difficile separare i segnali dai rumori.

Negli Stati Uniti i tassi aumenteranno tre, quattro volte a partire da marzo (ne sapremo di più tra pochi giorni, al termine della riunione della Federal Reserve). I prezzi scontano questi aumenti, che costituiscono il segnale, buona parte delle altre notizie sono rumore di breve periodo. Poiché gli aumenti dei rendimenti tendono a penalizzare le economie emergenti, proviamo a sviluppare qualche considerazione:

1. le economie avanzate si avviano al pieno recupero dei crolli del 2020 mentre ai paesi emergenti e a quelli in via di sviluppo restano spazi da colmare. Per le economie emergenti gli ultimi due anni di convivenza con la pandemia sono stati pesanti se però osserviamo in filigrana, la sottoperformance degli ultimi dieci anni rispetto alle economie avanzate è dovuta in buona misura alle deludenti performance del listino cinese. Al netto della Cina, i mercati emergenti stanno costruendo un "silenzioso rientro", scrive il Financial Times, i capitali sono in cerca delle economie a più rapida crescita, favorite dal ritorno della domanda globale e dai prezzi delle materie prime;
2. un altro punto fermo sono i tassi più alti negli Stati Uniti. Le banche centrali di Brasile, Messico, Repubblica Ceca, Russia e Ungheria, tra le altre, hanno cominciato ad alzare i tassi per contrastare l'inflazione e il deprezzamento delle valute; non ci sarà un altro "2013", non si verificherà un deflusso dei capitali come accadde nella seconda metà di quell'anno, perché da allora non ci sono stati significativi flussi in entrata e, semmai, alcune economie sono riuscite a diminuire la dipendenza dai finanziamenti esteri. La parte del leone nei flussi l'ha fatta la Cina ed è soprattutto lì che il debito, pubblico e privato, costituisce motivo di preoccupazione. Alcuni paesi hanno già orientato le politiche monetarie a condizioni del credito più costose, il mercato sconta un ulteriore avanzamento nel ciclo restrittivo prima di un relativo appiattimento delle curve;

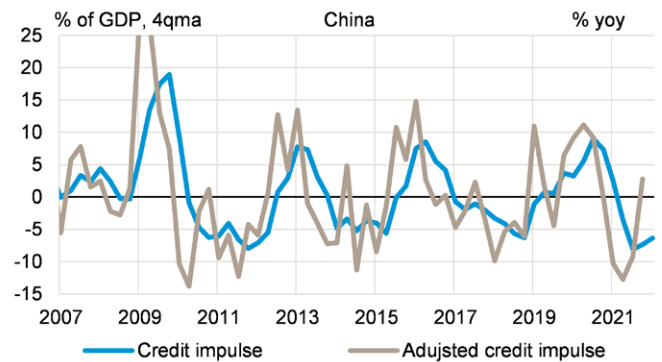


Fonte: GAM Investments, Haver Analytics.

3. "il bel treno generoso dell'una e ventidue ... si fermava a Bayeux, a Coutances a Vitré, a Questambert, a Pontorson, a Balbec, a Lannion, a Lamballe, a Benodet, a Pont-Aven, a Quimperlé e avanzava gloriosamente carico di nomi ...". Proust ricorda con struggimento il treno verso le coste della Normandia e l'elenco delle fermate. Avrebbe voluto fermarsi in ciascuna di esse, indeciso tra quale paese scegliere perché tutti avevano una loro peculiare bellezza. Con molto meno struggimento e poesia, si tratta di scegliere anche nella geografia delle economie emergenti. Debolezze e vulnerabilità non sono omogenee, ciascun paese o area geografica ha le proprie caratteristiche. "Mercati Emergenti" è un'espressione generica sempre meno efficace, mette assieme sette dei dieci paesi più popolosi del mondo e aree geografiche diverse per sviluppo economico, ricchezza pro-capite, sistemi di governo. Alcuni paesi sono più esposti di altri alle dinamiche delle economie avanzate (Cina, Repubblica Ceca, Ungheria, Messico), alcuni sono più sensibili ai rischi interni (ancora la Cina, l'India, la Turchia), alle fluttuazioni della valuta (paesi dell'America Latina, Russia, Turchia) o dei prezzi delle materie prime (Cile, Brasile, esportatori di gas e di petrolio). Una definizione ufficiale non esiste, la tassonomia del Fondo Monetario classifica come "avanzate" 39 economie in base a indicatori come il reddito pro capite, la diversificazione della produzione ed esportazione di prodotti e servizi, sistemi finanziari avanzati. I paesi che non rientrano in queste caratteristiche sono classificati come "emergenti o in via di sviluppo", una quarantina di questi sono definiti dal Fiscal Monitor del FMI "emergenti e a reddito medio".

Per quanto in rallentamento, la crescita negli Stati Uniti proseguirà, gli investimenti e la ricostituzione delle scorte bilanceranno almeno in parte la diminuzione degli stimoli fiscali e i progressi nella logistica e nel lato dell'offerta dovrebbero allentare le pressioni sui prezzi.

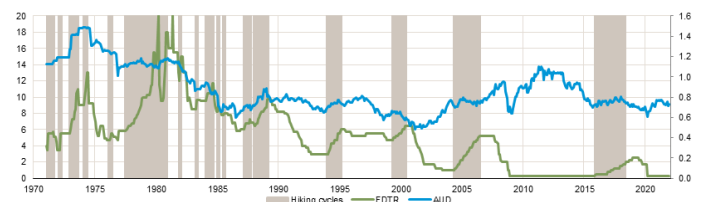
Anche la Cina sta cercando di riprendere la via dello sviluppo, nel 2022 la priorità della crescita farà mettere minor enfasi sulla prosperità comune, sul contenimento del debito e sugli obiettivi di riduzione delle emissioni nocive.



Fonte: GAM Investments, Haver Analytics.

Politiche "pro-crescita" sono condivise dal governo centrale, con il controllo dei rischi nel settore immobiliare, dalla banca centrale, con politiche monetarie sufficientemente espansive, e dai governi locali che, nell'alternativa tra crescita e contenimento del debito, scelgono la prima. Gli indici della produzione industriale e gli indicatori PMI sono segnali che confermano il recupero, condizioni che supportano i prezzi delle materie prime, gli scambi internazionali e le economie emergenti. Le loro valutazioni nel reddito fisso, nei mercati dei cambi e nei listini sono estremamente favorevoli.

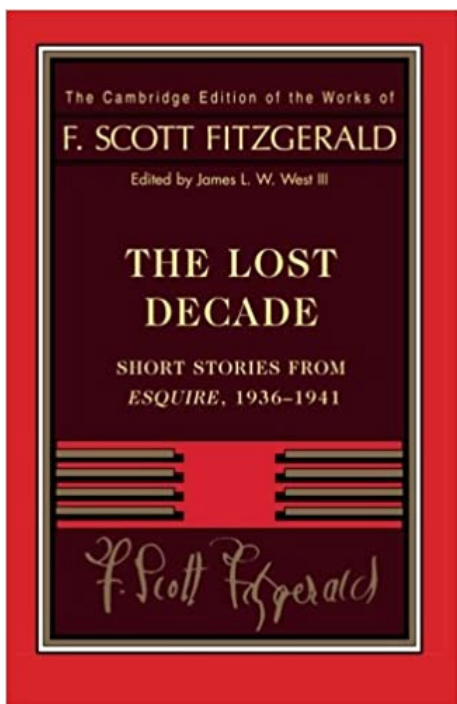
Il vero rischio non sarà l'incremento dei rendimenti, ampiamente previsto, quanto un loro accrescimento oltre le attese. Non abbiamo una serie storica delle divise emergenti sufficientemente lunga ma sappiamo che il dollaro australiano è fortemente correlato con il mercato forex emergente. Nei passati sedici cicli di rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve, argomenta Michael Biggs di GAM Investments, il dollaro australiano si è rafforzato in dieci e indebolito in sei e, in ultimo, il dollaro tende ad apprezzarsi "prima" dell'avvio dei cicli di rialzo.



Fonte: GAM Investments, Haver Analytics.

L'incertezza del prossimo ciclo sta tutta nelle dinamiche dell'inflazione, se la Federal Reserve sarà più aggressiva delle attese nel contrasto all'aumento dei prezzi, mettendo però una seria ipoteca sulla crescita ancora vulnerabile, i mercati valutari emergenti ne soffriranno. Ma, specularmente, i prezzi delle materie prime, il recupero dell'economia cinese e la ripresa dell'attività manifatturiera potranno segnare il 2022 come la fine del decennio perduto.

Non c'è fretta e non ci sono treni che stanno partendo, la volatilità di breve termine favorisce, come sempre, i programmi di accumulo mensile, quarant'anni di storia sono lì a dimostrare che in periodi di tempo ampi le economie emergenti presentano una bassa correlazione con quelle sviluppate. Oltre la nebbia del breve termine c'è la realtà delle materie prime e della manifattura, le economie emergenti sono alla ricerca del loro tempo perduto, l'ultimo decennio segnato dai deflussi di capitale e dalla pandemia.



F. Scott Fitzgerald "Il decennio perduto". (Cambridge University Press 2014). "Il decennio perduto è uno dei più brevi e più potenti racconti dello scrittore americano: il protagonista riprende il contatto con la realtà dopo dieci anni di smarrimento nell'alcolismo

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

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