

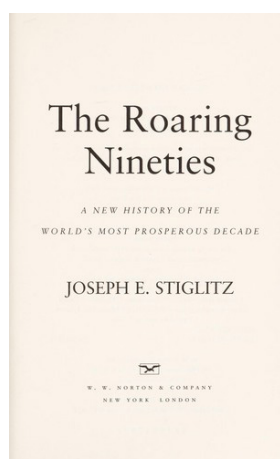
THE STRUGGLING TWENTIES

Stanno strutturalmente cambiando i modelli di sviluppo e il sistema economico globale, stiamo passando dalla prevedibilità all'instabilità: non ci sono somiglianze con i "Ruggenti Anni Venti" del secolo scorso, i prossimi saranno semmai anni "struggling", difficili, alle prese con la ricerca di nuovi equilibri geo-politici e l'urgenza di contrastare il riscaldamento del pianeta

"I ruggenti Anni Novanta" titola un fortunato libro di Joe Stiglitz di vent'anni fa.

Gli Anni Novanta furono un decennio straordinario ma nel quale vennero piantati i semi delle contraddizioni del nostro tempo. Il primo, forte segnale delle trasformazioni che stavano prendendo forma fu la sfida che la Germania e il Giappone posero agli Stati Uniti sul terreno della competizione economica. Le due nazioni uscite annichilite dalla Seconda Guerra Mondiale avevano sviluppato sistemi industriali competitivi e innovativi, tali da insidiare la storica primazia americana.

Gli anni Novanta furono segnati dalla Grande Moderazione, si smussavano le fluttuazioni del ciclo economico, diminuiva la volatilità di variabili economiche come il PIL, l'occupazione, la produzione industriale. Un rallentamento dolce dell'attività economica e dell'inflazione che portò al graduale abbassamento dei tassi di interesse e all'aumento della ricchezza netta delle famiglie.



J. Stiglitz, "The Roaring Nineties", 2003

La Grande Moderazione pose le premesse dei problemi che affrontiamo oggi, argomenta Stiglitz: l'economia e i mercati finanziari in spolvero accrebbero la sensazione di sicurezza e abbassarono gli standard contabili, la parola che andava di moda era "deregulation": la deregolamentazione del sistema finanziario venne parimenti promossa dall'amministrazione repubblicana di Bush padre che da quella democratica di Bill Clinton.

Nel 2007 ci pensò la Grande Recessione a tagliare i riccioli d'oro della Grande Moderazione. L'esplosione della bolla immobiliare espose drammaticamente le vulnerabilità e le contraddizioni che si erano sedimentate nel sistema finanziario. La discesa dei prezzi delle case mise sotto pressione i mutuatari e mandò al macero le cartolarizzazioni dei mutui concessi con ardite disinvolture. Per il settore finanziaria lo schianto del settembre 2008 costituisce ancora oggi lo spartiacque tra un "prima" e un "dopo", segnò il passaggio alla storia che conosciamo: interventismo delle banche centrali, performance stellari dei mercati e della ricchezza finanziaria, aumento delle disuguaglianze.

Il rancore sociale portò all'elezione di Trump e ancora oggi la pubblica opinione americana resta fortemente polarizzata, ingabbiata in tensioni sociali e razziali che si pensavano superate; dinamiche molto simili furono all'origine dell'esito del referendum inglese del 2016, causa di buona parte delle attuali difficoltà economiche e degli affanni politici di Londra. I movimenti populistici



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

che innervano la politica europea sono a loro volta sintomo di cambiamenti radicali, comincia una nuova fase della storia moderna, forse il XX secolo non è stato così breve come ha teorizzato Eric Hobsbawn.

Lo storico britannico circoscrive il Novecento nei settantasette anni che dividono la Prima Guerra Mondiale dalla dissoluzione dell'Unione Sovietica nel 1991. Secolo "breve" in opposizione all'Ottocento, "secolo lungo" cominciato con la Rivoluzione Francese e terminato con la Prima Guerra Mondiale. Al contrario, anche il secolo XX può considerarsi un secolo lungo, cominciato con la globalizzazione degli ultimi decenni del secolo precedente e terminato con la fine della Pax Americana nel secondo decennio del XXI.



Dicembre 1991, per Eric Hobsbawn il crollo dell'Unione Sovietica mise fine al "secolo breve" (New York Times 26 dicembre 1991)

Come in tutte le fasi percepite di passaggio si avverte un senso di forte smarrimento, "spaesamento perturbante" direbbe Freud, la velocità dei cambiamenti è più veloce della capacità di adattamento: in tre anni il mondo è passato attraverso una serie di shock le cui conseguenze si stanno accumulando nell'organismo economico globale come tossine.

La nuova era economica che sta prendendo forma, scrive l'Economist, prelude a pericoli e a speranze. Stiamo passando "da un mondo di relativa prevedibilità, con cooperazione economica internazionale, bassi tassi di interesse e bassa inflazione, a un mondo più fragile con maggiore incertezza, maggiore volatilità economica, scontri geopolitici e disastri climatici più frequenti e devastanti" ha detto Kristalina Georgieva, direttore generale del Fondo Monetario.



Copertina dell'Economist dell'8 ottobre 2022

Dalla prevedibilità all'instabilità. Nonostante qualche sinistra analogia con gli Anni Venti del secolo scorso, non si vedono da nessuna parte le premesse per un decennio "ruggente" come fu quello di Scott Fitzgerald e del grande jazz. I prossimi saranno semmai anni "struggling", difficili, con almeno tre grandi questioni da affrontare:

1. la ricerca di un equilibrio geo politico pacifico, imperniato nella "competizione strategica gestita", come l'ex premier australiano Kevin Rudd descrive la convivenza concorrenziale e pacifica tra Stati Uniti e Cina (vedi L'Alpha e il Beta della settimana scorsa);
2. la sfida demografica: nei paesi occidentali l'invecchiamento della popolazione mette pressione ai sistemi di welfare ed è causa dell'aumento strutturale della spesa pubblica; la sfida demografica va a braccetto con quella della poca produttività;
3. ultima questione, ma primissima per importanza, la lotta al cambiamento climatico, arrestare o almeno rallentare il riscaldamento del pianeta è la sola guerra che merita di essere combattuta.

La scorsa settimana il Fondo Monetario ha buttato sul tavolo il carico delle previsioni: "andrà peggio prima di andare meglio" potrebbe essere la brutale sintesi dell'Outlook. Gli economisti del Fondo Monetario hanno ulteriormente abbassato le previsioni di crescita rispetto alla scorsa primavera, nel 2023 il mondo crescerà meno del tre per cento, resta la forte possibilità che le cose possano andare peggio, con il 25% di probabilità che la crescita globale possa essere inferiore al 2%.

Gli ultimi dati sull'occupazione americana portano i mercati a scommettere sul proseguimento del ciclo di rialzo dei tassi. "75 is the new 25", i prezzi dei future sui Fed Funds scontano il quarto rialzo consecutivo di altri settantacinque punti che porterà il livello dei tassi nella fascia obiettivo tra il 3,75% e il 4%.

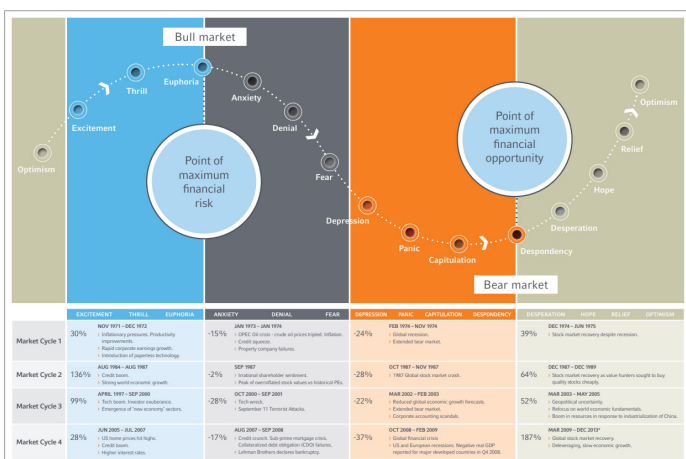


“Unheimliche Geschichten”, “Un affare misterioso”, uno dei primi film horror tedeschi (1919).

Questo tempo “Unheimliche”, di perturbante spaesamento, opprime anche gli investitori.

Molti di loro, aiutati dai loro consulenti, sanno bene che la pazienza ha sempre premiato. La pazienza è la meno amata delle virtù, evoca sopportazioni a denti stretti, il più delle volte è associata a noia, lentezza, rassegnazione. La pazienza non è innata, è una virtù che va appresa imparando a tenere lo sguardo “fuori da sé”, verso risultati o obiettivi ritenuti importanti.

Ma quanto è difficile essere pazienti quando si è spaesati, quando non si ha idea in quale fase del ciclo dei mercati e delle emozioni ci si trovi, se più prossimi al punto massimo del rischio o al punto massimo dell’opportunità.



Il ciclo di mercato delle emozioni (fonte Russell Investments)

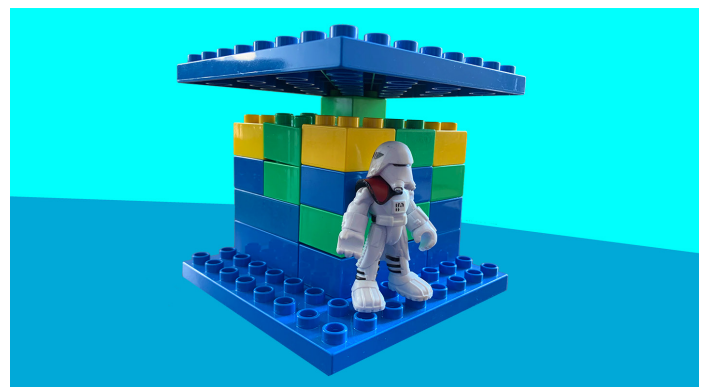
Quello che sappiamo è che nel prossimo futuro i mercati finanziari saranno dominati dall’inflazione, dal rialzo dei tassi, dal rallentamento dell’economia, i rischi sono l’eccesso di reazione delle banche centrali e il possibile disallineamento con le politiche fiscali, costrette a erogare stimoli straordinari nonostante l’inflazione e i tassi in aumento.

Neppure i banchieri centrali sanno quale sia il tasso obiettivo al quale fermare i rialzi. Lo stile “delfico” della attuale “forward guidance” lascia aperte tutte le strade (vedi L’Alpha e il Beta del 29 agosto 2022). Non è semplice trovare il giusto equilibrio tra l’accelerazione dei prezzi e la costrizione della domanda, l’ostacolo maggiore è la discordanza temporale tra il dato di inflazione, per definizione ex-post, e l’intervallo di tempo necessario alla politica monetaria per arrivare al sistema economico.

Basterebbe poco per cambiare il sentiment dei mercati: si registrano i primi segnali di allentamento dei prezzi del petrolio e delle materie prime e, grande differenza con l’inflazione del passato, non ci sono tensioni salariali. Una svolta distensiva nel teatro bellico o nelle dinamiche dell’inflazione cambierebbe decisamente lo scenario: se i prossimi dati sui prezzi dovessero dare credibili segnali di inversione, la Federal Reserve potrebbe frenare l’ampiezza e la frequenza del ciclo di inasprimento.

“Less is more”, il meno diventa più, il valore è nel togliere, non nell’aggiungere.

In un recente esperimento di psicologia cognitiva (2021) veniva chiesto ai partecipanti di rendere più stabile il tetto di una costruzione realizzata con i mattoncini Lego. Il comportamento dei bambini e degli adulti coinvolti nel test era di aggiungere mattoncini, non toglierli, anche quando sarebbe bastata la sottrazione di un solo elemento (vedi la figura) per ottenere lo scopo.



Per rendere più stabile il tetto conviene aggiungere quattro mattoncini o togliere quello centrale? (fonte: behavioralscientist April 2021 Image adapted from photo by Elliot Prpich)

Quanto sia importante la sottrazione nella gestione dei portafogli lo spiega il professor Paolo Legrenzi nel suo “Quando meno diventa più”. Nel campo degli investimenti il processo di sottrazione prende forma nella diminuzione delle

scelte possibili, ad esempio nella selezione di un fondo di investimento (sottrazione delle scelte tra molti titoli) o nella delega a un gestore (sottrazione delle scelte di asset allocation e di timing).

L'escursione dello S&P 500 di circa cinque punti percentuali giovedì scorso è stata plastica conferma dell'erraticità dei movimenti del mercato nel breve e nel brevissimo termine: in questo caso il valore della sottrazione è nell'evitare di prendere posizioni di breve termine ed esercitarsi invece nella pazienza, tenendo presente l'obiettivo dei risultati più avanti nel tempo. La sottrazione delle scelte, con veicoli di investimento collettivo o con la delega al gestore, "è ostica e frustrante" scrive il professor Legrenzi "ma in certi casi si rivela molto conveniente e fruttuosa".

L'obiettivo della sottrazione è arrivare a "meno", ma non vuol dire fare meno. Per arrivare a meno è necessario fare, o pensare, di più.



P. Legrenzi "Quando meno diventa più", Cortina Editore 2022

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.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.