

DI DOMAN NON V'È CERTEZZA

Il linguaggio dei banchieri centrali non rassicura, Powell allontana la pausa nel ciclo restrittivo, Lagarde ammette che con l'inflazione così alta il Board della BCE procede a vista. Ma le valutazioni tornano interessanti e, nell'incertezza radicale, c'è la certezza che il tempo premia la pazienza

La parola certezza deriva dal latino "certus", dal verbo "cernere" che significa separare, scegliere e, in senso figurato, decidere. È "certo" ciò che è distinto dal falso, il "separato" è indubbio, stabilito secondo verità.

Aristotele riconosce la certezza nel ragionamento apodittico che avanza per sillogismi, ed è certa la logica proposizionale degli stoici. Con Sant'Agostino il concetto di certezza si estende a comprendere l'autocoscienza. "Si fallor, sum", se sbaglio allora esisto, argomento ripreso qualche secolo dopo da Cartesio: la certezza è il principio della verità nel quale sono indivisi gli aspetti oggettivi della realtà sensibile e quelli soggettivi dell'autocoscienza, ("haec cognitio, ego cogito, ergo sum, est omnium prima et certissima").

È probabile che il concetto di certezza sia stato al centro della riflessione filosofica sin dall'inizio perché la vera dimensione dell'esistenza umana è quella dell'incertezza, Zygmunt Bauman scrive della "società dell'incertezza", Ulrich Beck ragiona sulla "società del rischio".



J. Pollock "White Light" (1954, MoMA New York). "La tensione tra incertezza svelata dalla fisica classica, già presente in natura, e l'incertezza inventata dagli uomini e immessa nel mondo segue l'allegoria del dripping, il suo procedere per tentativi successivi, per correzioni fino al risultato finale" (P- Legrenzi "Regole e caso" Il Mulino 2017)



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

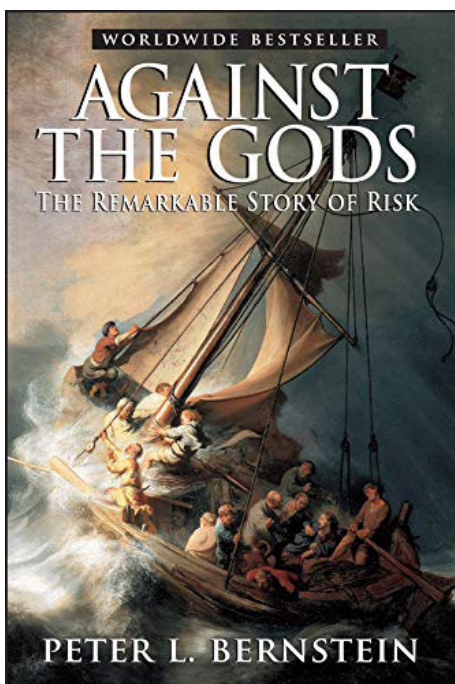
Nella letteratura economica la distinzione tra rischio e incertezza risale ai lavori svolti negli anni Venti da Knight e Keynes: il rischio è misurabile con attribuzione di probabilità (so che nel revolver c'è una sola pallottola, calcolo le probabilità del colpo letale), l'incertezza è il mondo reale dell'inconoscibile e delle sorprese (non ho idea di quante siano le pallottole nel revolver).

Nel 1952 Harry Markowitz associa il rischio alla varianza: un investimento molto rischioso presenta una ampia varianza nella distribuzione dei rendimenti futuri, vuol dire che questi sono molto incerti, il trade-off tra rischio e rendimento è in definitiva un trade-off tra aspettative e incertezza. Un mercato volatile è un mercato i cui movimenti erratici sono più ampi rispetto alle aspettative.

Uno studio del 2014 del CFA Institute Research Foundation spiega che "la distinzione tra rischio come alto livello di incertezza e rischio come alta probabilità di perdita è particolarmente importante per comprendere il rischio di grandi oscillazioni avverse del mercato. Un rischio elevato di crisi è un'alta probabilità che si verifichi un forte calo del valore di mercato; non è un aumento dell'incertezza sui rendimenti futuri".

Con il passare del tempo, la differenza tra rischio quantificabile con l'assegnazione di probabilità e l'incertezza dell'inconoscibile si è sbiadita, negli anni Ottanta e Novanta le società di asset management assumevano matematici e statistici il cui compito era elaborare sofisticati modelli predittivi basati sull'assunto che dall'osservazione del passato si potessero attribuire probabilità a scenari ed esiti futuri.

C'è voluta la crisi del 2008 a fare giustizia della hybris che irrideva e sfidava gli dei dell'incertezza, e c'è voluto un banchiere centrale per ricordare che i mercati sono immersi nell'incertezza come i pesci nell'acqua della storiella di David Foster Wallace. Come i pesci che si chiedono "cos'è l'acqua?", l'accanita ricerca di certezze rischia di far dimenticare che l'incertezza è la dimensione ontologica dei mercati finanziari.



P. Bernstein "Against the Gods: The Remarkable Story of Risk" (1998)

L'incertezza si è fatta radicale, scrive Mervin King nel suo "La fine dell'alchimia": "in un mondo di incertezza radicale non vi è modo di indentificare le probabilità degli eventi futuri né un sistema di equazioni che descriva il tentativo degli individui di far fronte a quell'incertezza, senza tenere necessariamente comportamenti ottimizzanti. ... In quest'ultimo caso la relazione economica tra moneta, reddito, risparmio e tassi d'interesse è imprevedibile, pur essendo il frutto dei tentativi di individui razionali di destreggiarsi in un contesto incerto".

Nell'incertezza radicale ci sono però alcune, poche, certezze e una di queste è la determinazione della Federal Reserve, Powell vive e lotta assieme a noi per curvare l'inflazione. La brutalità del ciclo rialzista della banca centrale americana ha preso di sorpresa un po' tutti (citofonare al Nasdaq) e il principio di realtà mette di nuovo in evidenza la fallacia degli esercizi previsivi: all'inizio dell'anno i mercati scontavano due rialzi da 50 punti base.

L'aumento di 75 punti dei tassi della scorsa settimana è stato il quarto consecutivo di questa grandezza ("75 is the new 25" scrivevamo), sesto in assoluto. La reazione negativa delle borse non è stata all'annuncio dell'aumento, ampiamente atteso, ma alle parole di Powell, più severe rispetto ai registri del comunicato stampa: il lavoro a Palazzo Eccles è tutt'altro che finito, è presto per aspettarsi una pausa nel ciclo restrittivo. Il mercato del lavoro è ancora forte, i 261.000 nuovi posti di lavoro creati in ottobre hanno superato le aspettative di 193.000, le retribuzioni orarie medie non diminuiscono, "la strada da percorrere è ancora lunga" ha detto Powell "i dati in arrivo suggeriscono che il livello finale dei tassi di interesse sarà più alto di quanto previsto in precedenza".



"Il segreto della protezione è l'ammissione di non poter procedere alla scelta di una via sicura e di dover accettare la differenziazione che prende in considerazione tutte le eventualità" P. Legrenzi "Regole e Caso", Il Mulino 2017

In Europa, le ultime rilevazioni sull'aumento dei prezzi (+11,6% in Germania) hanno opacizzato i registri possibilisti dell'ultima conferenza stampa di Christine Lagarde. In un discorso tenuto la settimana scorsa, la presidente è tornata sull'inflazione e sull'operato dei banchieri di Francoforte, ha ammesso di non conoscere il livello target dei tassi e che le azioni del Board verranno decise di volta in volta. Parole che non sono di aiuto alla chiarezza e che al contrario sembrano intrappolarci nell'Hotel California dell'incertezza, "politica miope e muta" scrive senza perifrasi il professor Masciandaro.

"È facile fare l'umorista quando l'intero governo lavora per te" diceva Will Rogers. Parafrasando l'umorista degli anni Trenta, potremmo dire che è facile prendere di mira le banche centrali quando interi Board "lavorano per te".

Siamo oltre la forward guidance "delfica", lo stile comunicativo che non impegna ma lascia mani libere ai banchieri centrali. In una fase di così alta incertezza economica le banche centrali diventano il punto di riferimento per gli agenti economici, la loro credibilità, la fiducia nel loro operato sono l'olio nel motore dell'economia reale e dei mercati finanziari. Eppure, l'inversione dei tassi sembra aver coinciso con un deterioramento nella comunicazione.

Nell'iper-incertezza alimentata anche dalle banche centrali, gli investitori che non si sono arresi al "sell off di tutto" meritano il riconoscimento per la pazienza e la resistenza, forse anche grazie ai loro consulenti. Non è facile resistere a lungo a performance negative a doppia cifra e, per non farci mancare nulla, la stagione degli utili del terzo trimestre procede al di sotto delle attese.

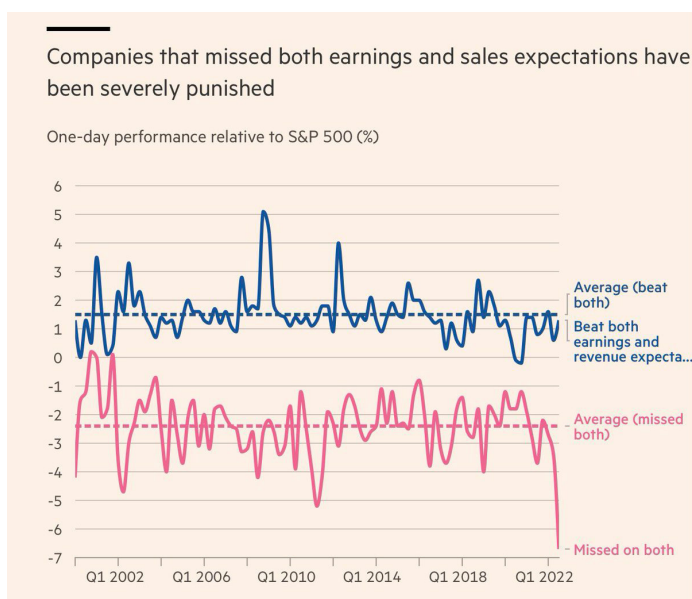
Molte delle società quotate a Wall Street hanno mancato le previsioni, Bank of America ha calcolato che i gruppi con risultati deludenti rispetto alle stime, il giorno successivo alla pubblicazione hanno registrato in media una sottoperformance di quasi il 7% rispetto all'indice S&P 500.

Una reazione energica che rivela la misura dell'umor cupo degli operatori. È stato penalizzato in modo particolare il settore tecnologico, anche per le aspettative su inflazione, tassi in aumento e rallentamento dell'attività economica. Beniamina del mercato, la tecnologia è stata percepita come il nuovo settore difensivo ma il cambio di scenario ha riportato gli operatori a fare i conti con il principio di realtà, con il deterioramento del contesto economico.

Le domande sono più importanti delle risposte, fa dire Bergman al Cavaliere impegnato nella partita a scacchi con la Morte, "l'incertezza ignorata è la forma più insidiosa di ignoranza perché vela ai nostri occhi il funzionamento complesso del mondo" scrive Paolo Legrenzi in "Regole e Caso", l'agile libretto che il professore di Ca' Foscari ha dedicato a Jackson Pollock, artista la cui tecnica pittorica è plastica rappresentazione dell'incertezza.



"Non smetterai mai di fare domande?" chiede la Morte al Cavaliere
 "No, non smetterò mai"
 "Tanto non avrai mai risposta"
 "A volte credo che le domande siano più importanti delle risposte"
 (I. Bergman, Il settimo sigillo, 1957)

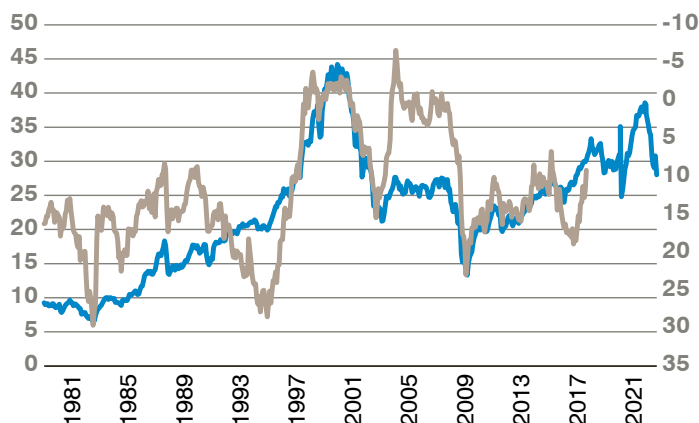


Le società con utili e vendite che hanno deluso le attese sono state punite dal mercato. Nel grafico la performance di un giorno rispetto allo S&P 500. Fonte Financial Times, Bank of America.

Oltre alla determinazione della Federal Reserve si possono riconoscere altre due certezze.

La prima è che l'aumento dei tassi costringe a valutare correttamente il rischio. La marea fa salire tutte le barche ma quando cala si vede "chi nuota senza costume", i fondamentali sono sempre importanti ma nelle fasi di alta incertezza lo sono di più, il tempo e la pazienza premiano i buoni fondamentali.

L'altra certezza è appunto il lungo periodo. L'investitore di lungo termine (ne esistono di diversi?) più che sul rapporto Prezzi/Utili si concentra sulla versione di quell'indicatore messa a punto dal professor Shiller e che mette in relazione i prezzi e gli utili di borsa con le variazioni dei cicli economici.



■ Shiller CAPE, x (LHS)
 ■ S&P 500 subsequent 5yr CAGR, % (RHS, inverted)

Indice CAPE (Cyclically-Adjusted-Price-to-Earnings). Messo a punto dai professori Robert Shiller e John Young Campbell, il rapporto considera i prezzi e gli utili nell'intervallo di dieci anni, tenendo così conto degli effetti dei cicli economici sulla redditività. Fonte: GAM Investments.

Attualmente le valutazioni del CAPE sono rientrate dai picchi di novembre 2021 e restano di poco superiori ai valori di fine 1979. Sono invece sotto la media degli ultimi cinque anni i valori CAPE dell'indice Nasdaq. Le valutazioni sono la stella polare degli investitori e questi livelli, una volta d'accordo che il timing sia un gioco rischioso e che riesce raramente, meritano di essere tenuti in considerazione.

I prezzi delle commodities, il rallentamento dell'attività economica e la diminuzione dei prezzi delle case dovrebbero far rallentare l'inflazione, sotto l'umor cupo dei mercati cova la voglia di ripartenza. Ne sono stati indizi il mini-rally delle borse in ottobre e le performance messe a segno la scorsa settimana dalla borsa cinese. Sulle voci del possibile allentamento delle misure anti Covid 19 e della riapertura della Cina, la borsa di Hong Kong è cresciuta del 6%, l'indice CSI 300 del 3,3%, la migliore settimana borsistica degli ultimi sette anni.

“Più imprevedibile è il mondo, più prevedibile deve essere il rapporto tra consulente e cliente perché dalla prevedibilità nasce e si rinforza la fiducia” scrive il professor Legrenzi nella Lezione della scorsa settimana. Non perdiamoci di vista, GAM Italia riprenderà questi argomenti nella **Conferenza di martedì 8 novembre a Milano**, una ottima occasione per rivederci e approfondire assieme.

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.