

LA RICERCA DEL TEMPO

L'esistenza della memoria dei prezzi delle azioni è da tempo oggetto di studio, è certa invece l'esistenza della memoria degli investitori, insidiosa perché tende ad affievolirsi nelle fasi di euforia e il ricordo dell'importanza dei fondamentali non riaffiora mai dolcemente ma, più spesso, con dolorosi tonfi che sgonfiano gli eccessi di irrazionale esuberanza.

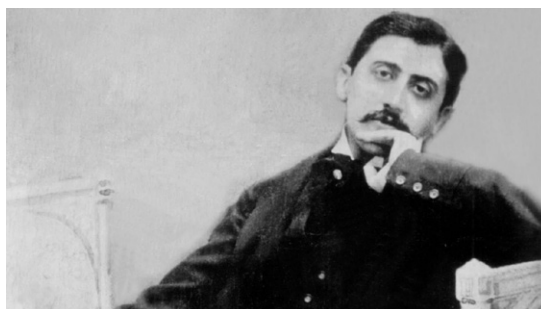
Ricordate cosa avete fatto ieri?

Quasi certamente sì, probabilmente ricordate anche quello che avete fatto un giorno qualsiasi della settimana scorsa, magari aiutandovi con un'occhiata all'agenda. Se andiamo indietro con il tempo, molti ricorderanno il diciottesimo compleanno ma si faccia avanti chi ricorda il compleanno dei tredici anni, o dei diciannove.

La memoria umana nel lungo termine non è una memoria continua, conserva momenti, immagini, flash, sensazioni. Si riesce con facilità a ricordare i fatti recenti, non si conserva con altrettanta nitore il ricordo di giorni ordinari lontani nel tempo.

Una maestosa testimonianza della memoria è la Ricerca di Marcel Proust, di cui lo scorso 18 novembre ricorrevano i cento anni dalla scomparsa, avvenuta a Parigi nel 1922. Lo scrittore soffriva di asma sin da ragazzo, aveva 51 anni quando gli fu fatale una bronchite malcurata; morì nello stesso letto dove aveva trascorso anni a scrivere l'opera che lo avrebbe reso celebre.

"Alla ricerca del tempo perduto" è un libro monumentale, complesso, il numero delle pagine, circa quattromila distribuite in sette volumi, e la laboriosa eleganza della scrittura seducono e sgomentano nello stesso tempo. È un minuzioso esercizio della memoria che Proust esercita su di sé, ripercorre la sua fanciullezza e giovinezza, descrive con estremo dettaglio le persone conosciute, fa affiorare il ricordo delle sue emozioni e delle percezioni, olfattive, tattili, gustative, come ad esempio il sapore del tè intriso di frammenti di biscotti.



Marcel Proust (1871-1922). "Per molto tempo, mi sono coricato presto la sera. A volte, non appena spenta la candela, mi si chiudevano gli occhi così subito che neppure potevo dire a me stesso: "M'addormento". Sono le prime righe della Ricerca, nella traduzione di Natalia Ginzburg

La nostra memoria è imperfetta, quella di Proust introspettiva. Qual è la memoria dei mercati?

Siamo probabilmente tutti d'accordo sull'esistenza di una memoria dei mercati a breve termine: registrano e reagiscono ai dati dell'inflazione, dei nuovi occupati, ricordano le parole dei banchieri centrali, si adeguano ai nuovi scenari.

Tutt'altra faccenda l'esistenza di una memoria a lungo termine dei prezzi. Venne ipotizzata per la prima volta agli inizi dello scorso secolo, quando Louis Bachelier, contemporaneo di Proust, discusse la teoria della speculazione nella sua tesi di dottorato e dove per la prima volta venne formulata l'idea della "Random Walk", la passeggiata causale che rende impossibile prevedere oggi cosa accadrà in borsa domani.

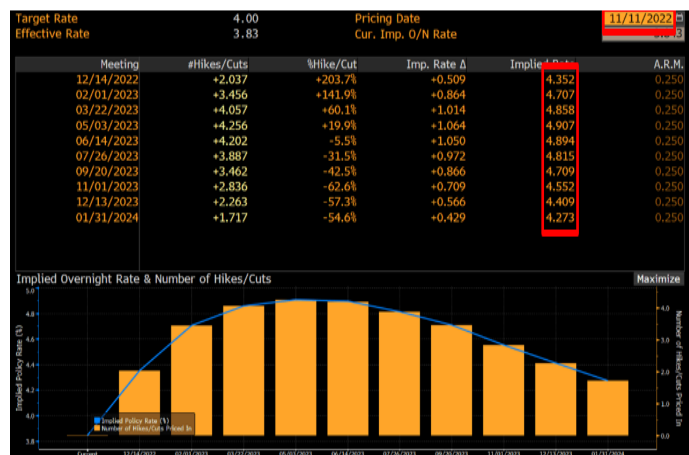


Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

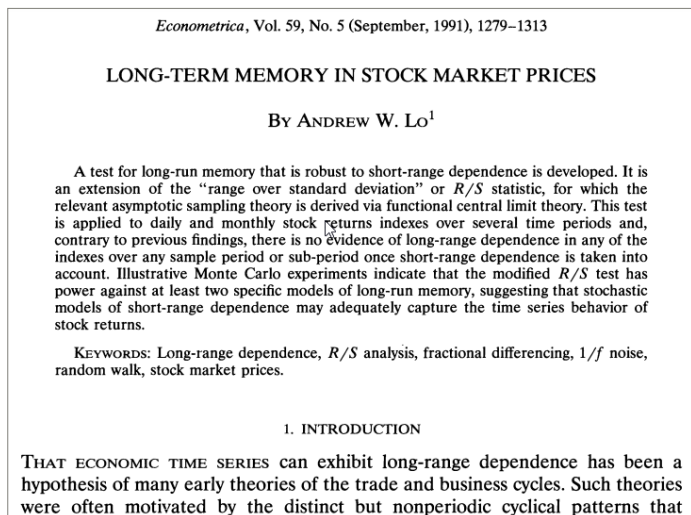
La questione è il cuore della letteratura finanziaria: se i prezzi dipendono dal tasso di sconto attuale e dai dividendi futuri, se riesco a calcolare i dividendi perché non posso prevedere i prezzi conseguenti?

La parte cruciale del lavoro di Bachelier, al centro della letteratura finanziaria da Paul Samuelson in avanti, è che le oscillazioni dei prezzi siano imprevedibili nel breve periodo ma seguano un modello di frequenza stabile nel lungo termine. Accade però che nella realtà gli eventi estremi siano più frequenti di quanto ipotizzato, le oscillazioni violente e ripetute dei prezzi mal si acconciano con le distribuzioni normali delle curve a campana.

Benoit Mandelbrot, sulla scorta dei calcoli di Harold Hurst sulla prevedibilità delle piene del Nilo, pensando ai biblici sette anni di abbondanza e sette di carestia, coniò l'espressione "Effetto Giuseppe" per spiegare la tendenza dei prezzi a muoversi in cicli molto ampi che il matematico anticonformista cercò di "catturare" con la geometria frattale.



Il rallentamento dell'inflazione USA a ottobre ha riabbassato le attese sul tasso obiettivo. Fonte GAM Italia, Bloomberg.



Per chi vuole approfondire: Andrew W. Lo, "Long-Term Memory in Stock Market Prices". K.Victor Chow, Karen C.Denning, Stephen Ferris, Gregory Noronhac, "Long-term and short-term price memory in the stock market"

La letteratura sull'argomento è ricca di sofisticati modelli matematici ma, in buona sostanza, riporta alla distinzione tra rischio e incertezza che negli anni Venti formularono Frank Knight e John Maynard Keynes (vedi L'Alpha e il Beta dello scorso 7 novembre e "I soldi in testa" del prof. Paolo Legrenzi di queste settimane).

A proposito di memoria di breve termine, la scorsa settimana i mercati hanno avuto la doccia fredda delle parole di James Bullard, un falco, secondo la tassonomia ornitologica che classifica i banchieri centrali. Per il presidente della Fed di St. Louis gli aumenti dei tassi di interesse disposti nei mesi passati hanno avuto "solo un effetto limitato sull'inflazione osservata", Bullard colloca il possibile tasso obiettivo al 5% o 5,25%, oltre i nuovi livelli scontati dai mercati a seguito del dato dell'inflazione di ottobre.

Le parole di Bullard hanno provocato uno scossone alle obbligazioni governative americane, il Treasury a due anni che in genere è il più sensibile alle attese sui tassi è nell'intorno di 4,5%. La vulgata dei mercati sconta un aumento dei tassi di 50 punti base nella riunione della Federal Reserve di dicembre.

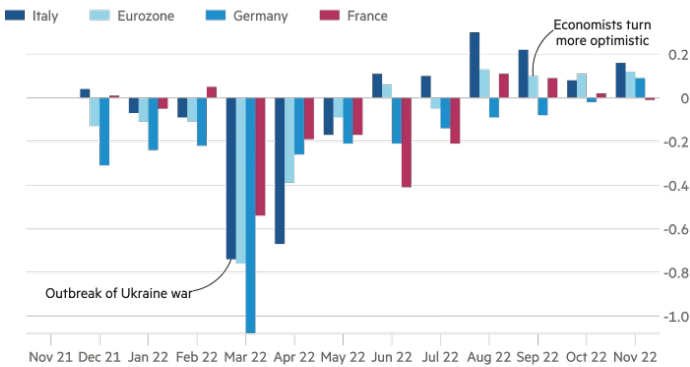
La settimana scorsa ha parlato anche Christine Lagarde e ha confermato la linea dura contro l'inflazione: "prevediamo di alzare ulteriormente i tassi fino ai livelli necessari per garantire che l'inflazione ritorni tempestivamente al nostro obiettivo di medio termine del 2%". A 10,6% l'inflazione nell'Eurozona è ancora troppo alta, è improbabile che sia abbassata dalla recessione ha detto Lagarde e "il ritiro dei prestiti agevolati potrebbe non bastare, alzeremo i tassi a livelli tali da riportare l'inflazione al nostro obiettivo di medio termine ... la portata e la velocità del nostro intervento saranno determinate dalle prospettive di inflazione".

In altre parole, il Board della Banca Centrale Europea deciderà di volta in volta. La comunicazione di Christine Lagarde assomiglia allo stile di Monsieur de Norporis, personaggio minore nel primo libro della Ricerca, ex ambasciatore che parla con sicurezza ma sempre resta vago, "impotente a risolvere le questioni di fondo quanto lo è, in filosofia, la logica pura a risolvere i problemi dell'esistenza".

Più o meno nelle stesse ore uscivano le previsioni degli economisti sulle prospettive economiche dell'Eurozona. Grazie ai sostegni fiscali disposti dai governi, le probabilità per l'Eurozona di cadere in una severa recessione nei prossimi mesi si riducono, la diminuzione dell'attività economica nel 2022 potrebbe essere più modesta di quanto atteso (la nuova stima della crescita è di +3,2% rispetto a +2,7% di luglio).

Economists have upgraded their 2022 growth forecasts

Average GDP estimate (month-on-month percentage point change)



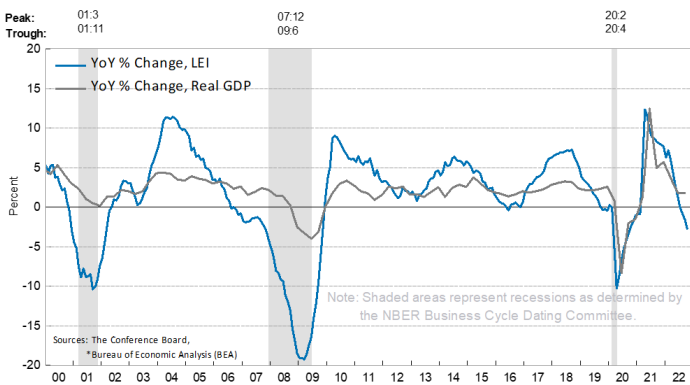
Source: Consensus Economics © FT

Nell'Eurozona migliorano le prospettive a brevissimo termine ma non quelle del 2023. Fonte: Financial Times, Consensus Economics.

Per il momento, la mitezza delle temperature ha consentito il risparmio nei consumi di energia, nella prima settimana di novembre il consumo di gas in Germania, Francia e Italia è stato inferiore del trenta per cento rispetto alla media 2017-2021, gli impianti di stoccaggio del gas sono vicini alla piena capacità.

Restano invece cupe le prospettive per l'economia dell'Eurozona nel 2023, le attese sono di una contrazione della produzione di -0,1% rispetto alle stime precedenti di un +2,3%. I mercati dei cambi considerano alle spalle i minimi nel cross euro dollaro e sono tornate le posizioni lunghe sulla moneta unica ma l'inverno è ancora lungo e, appunto, lunghe le ombre recessive.

Il mercato obbligazionario, di tutti il più grande e il più liquido, sta dando segnali importanti: la curva invertita negli Stati Uniti segnala che la Fed sta forse esagerando e rischia di rendere la recessione quasi inevitabile. È vero che l'inversione della curva non è un segnale affidabile, ma anche i prezzi del petrolio al di sotto del livello toccato dopo il taglio della produzione e i Leading Indicator puntano il dito nella stessa direzione. All'avvio del 2023 potremmo ritrovarci a commentare più l'arretramento dell'economia che non l'inflazione.



Il Conference Board Leading Economic Index® degli USA è sceso in ottobre di 0,8%, ottava discesa consecutiva. Fonte: Conference Board nov 2022.

C'è anche la memoria degli investitori. Tende ad affievolirsi nelle fasi di euforia, quando i prezzi salgono è facile prendere più rischi e il ricordo dell'importanza dei fondamentali e degli obiettivi di investimento non riaffiora quasi mai dolcemente, come i ricordi evocati dal gusto del tè con le briciole di madeleine, il più delle volte sono tonfi dolorosi a sgonfiare gli eccessi di ottimismo e di irrazionale esuberanza.

Il crollo e il disordine sulle piattaforme di criptovalute, ad esempio, ha ricordato il valore della liquidità che, quando si affievolisce, rivela la presenza delle debolezze strutturali, l'acqua che scorre via dalla piscina mostra chi nuota senza costume. È un utile avvertimento per il prossimo futuro, tenuto conto che l'azione restrittiva delle banche centrali continuerà a limitare la liquidità. E poiché la riduzione della liquidità non è mai un incentivo all'assunzione del rischio, è ragionevole pensare che la volatilità ci accompagnerà anche nell'ultima frazione dell'anno.

Non mancano elementi favorevoli che arrivano, sorprendentemente, dalla Cina con due importanti novità, l'annunciato piano di riapertura articolato in venti punti, e il piano di aiuti al settore immobiliare. Una notizia positiva che, unita ai segnali di distensione con gli Stati Uniti, fa guardare al mercato cinese, nel 2023, con note di ottimismo.

L'attenzione resta alle azioni, favorite da valutazioni storicamente interessanti, il "libera tutti" sarà però dato dal picco dei tassi d'interesse che non dovrebbe essere lontano. Per quel momento gli investitori dovranno farsi trovare pronti: nella prospettiva di un peggioramento delle condizioni economiche la banca centrale canadese ha aumentato i tassi in misura inferiore alle aspettative e, dicevamo sopra, il mercato sconta per dicembre un aumento dei tassi negli Stati Uniti di 50 e non di 75 punti base, nei primi mesi dell'anno è possibile che la Fed prenda una pausa.

La Ricerca di Proust è il racconto del suo viaggio di scoperta e apprendimento della sua vocazione alla letteratura, lontanissima dalla pratica dell'avvocatura che tentò dopo la laurea in legge. Nell'ultimo libro dell'opera, "Il tempo ritrovato", Marcel Proust conclude il suo percorso approdando al convincimento che "l'arte può farsi solida certezza per chi la sceglie come guida solo a patto che la si intenda come rigorosa disciplina fisica e intellettuale e non come mero intrattenimento estetico" (Eleonora Marangoni, "Proust et la peinture italienne", 2011).



Jan Vermeer (1632-1675) "Veduta di Delft" (1660, Mauritshuis, l'Aia). Per Proust questo è il quadro "più bello del mondo". Nella contemplazione del quadro, e del particolare del "muro giallo", la parete illuminata dal sole, Proust fa morire uno dei personaggi della Ricerca, lo scrittore Bergotte

In sedicesimo rispetto alle emozioni meravigliosamente descritte da Proust ("ciò che sembra esteriore, è in noi che lo scopriamo"), la memoria accompagna i risparmiatori nel loro percorso di iniziazione e apprendimento dei corretti comportamenti finanziari. La memoria degli investitori tende a essere di breve termine, molte persone "non riescono a uscire da un presente puntuale, quello degli assilli della vita di tutti i giorni", e non riescono a "costruire un presente esteso, un intervallo temporale ancorato saldamente al passato e proiettato nel futuro" (Paolo Legrenzi, "Oltre il tempo presente", 2021).

L'argomento del professor Legrenzi è molto condivisibile: una volta acquisita l'idea di "presente esteso", cioè un intervallo di tempo molto ampio, gli accadimenti dei mercati nel breve periodo smussano la loro tossica minacciosità e si riesce a prestare maggior attenzione "alle tendenze sul medio e lungo termine e i punti di non ritorno".

Come è stato autorevolmente affermato, il tempo è sempre più importante dello spazio. La persistenza della memoria nei prezzi delle azioni è materia controversa, la conoscenza dei meccanismi dei prezzi e della storia passata non aiuterà i risparmiatori a diventare ricchi ma aiuta a diventare giudiziosi e, quindi, a evitare di diventare poveri.

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.