

REGALI SOTTO L'ALBERO



Sotto l'albero dei mercati finanziari ci sono regali graditi e alcuni sgraditi (ma "conta il pensiero"): l'inflazione americana, la diminuita intensità del ciclo restrittivo; il contesto resta segnato da incertezza, il 2023 sarà caratterizzato dal tiro alla fune tra banche centrali e mercati e saranno da tenere d'occhio alcune grandezze economiche

Il Natale è la festa che mette tutti d'accordo, piace a bambini e adulti, è attesa con la medesima impazienza da chi ne celebra il significato religioso e da chi ne apprezza il calore dell'intimità familiare.

Natale vuol dire anche scambio di regali, rito snervante per le corse in centro senza grandi idee, eppure così gratificante quando arriva il momento dello scambio dei pacchetti colorati. Donare è un gesto che comunica affetto e amicizia, è anche un gesto sociale regolato da norme non scritte che qualificano le relazioni.



Luce della città, 1931. La storia del vagabondo e della fioraia cieca comincia con la generosità di un dono, il povero vagabondo acquista un fiore con l'ultima moneta rimasta

Per lo psicologo Joseph Messinger quando il regalo è quello "giusto", quando si indovinano con precisione i gusti e le aspettative di chi lo riceve, è una conferma della sintonia tra chi dona e chi riceve, dimostrazione di reciproche affinità. Nel gesto del donare si innescano meccanismi benefici in entrambe le direzioni, la gratitudine di chi riceve il dono si riverbera nel benessere emotivo del donatore.

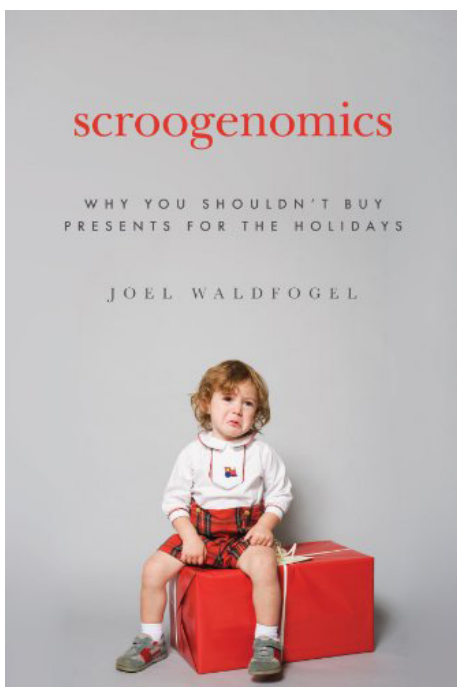
C'è anche una dimensione economica del gesto del donare: in termini formali il meccanismo del dono coinvolge due agenti, il donatore e il ricevente; il primo cerca di indovinare le preferenze del secondo ma non ha la sicurezza di indovinarle perché non è detto che le sue valutazioni coincidano con le preferenze di consumo del beneficiario.

Da questa inefficienza nasce il mercato clandestino del regalo "riciclato", pratica che nessuno ammette eppure la sua esistenza conferma il disallineamento tra scelte di acquisto e aspettative.

Un po' di anni fa un economista dell'Università del Minnesota ha formalizzato il fenomeno: durante il suo periodo di ricerca a Yale, al rientro dalle vacanze natalizie il professor Joel Waldfogel chiese agli studenti di stimare il valore commerciale dei regali ricevuti, poi chiese quanto sarebbero stati disposti a pagare per quegli stessi oggetti se non li avessero ricevuti (vedi L'Alpha e il Beta del 19 dicembre 2016).



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



Il professor Joel Waldfogel ha raccontato i risultati delle sue ricerche in Scroogenomics (2009)

I risultati furono scoraggianti, le valutazioni dei regali risultarono molto al di sotto del loro valore, le stime andavano dal 90% al 70%. La differenza del 10% - 30% mancante è la frazione che in termini formali si definisce “inefficienza allocativa”, una perdita di risorse che si potrebbe evitare senza alterare le condizioni di benessere di nessuno.

In termini aggregati è una perdita di valore secca (“deadweight loss”) quantificabile nell’ordine di miliardi di dollari, in definitiva Babbo Natale fa un pessimo lavoro, “il suo abbinamento tra regali e persone distrugge miliardi di dollari” scrive il professore.

Il modello mostra che l’efficienza allocativa si raggiunge sostituendo il regalo con somme di denaro, in questo modo il beneficiario acquisterà quello che vuole collimando con assoluta certezza le proprie preferenze. Qualsiasi dono diverso dal denaro è al di sotto delle curve di ottimizzazione, conclude il professore.

Nell’analisi di Waldfogel c’era qualcos’altro: i regali più efficienti, che andavano cioè incontro ai desideri del ricevente, sono quelli delle relazioni più strette. L’inefficienza tende invece ad aumentare quanto più le relazioni sono distanti o quanto più è ampia la differenza di età tra donatore e beneficiario. Quest’ultima condizione non è sorprendente: quasi in ogni famiglia ci sono, o ci sono stati, nonni che regalano pigiami o “cose utili” a nipoti digitali. Molti di loro, rassegnati al “digital divide”, hanno raggiunto senza saperlo l’efficienza allocativa consegnando ai nipoti buste con denaro e un biglietto, “compra quello che vuoi”.

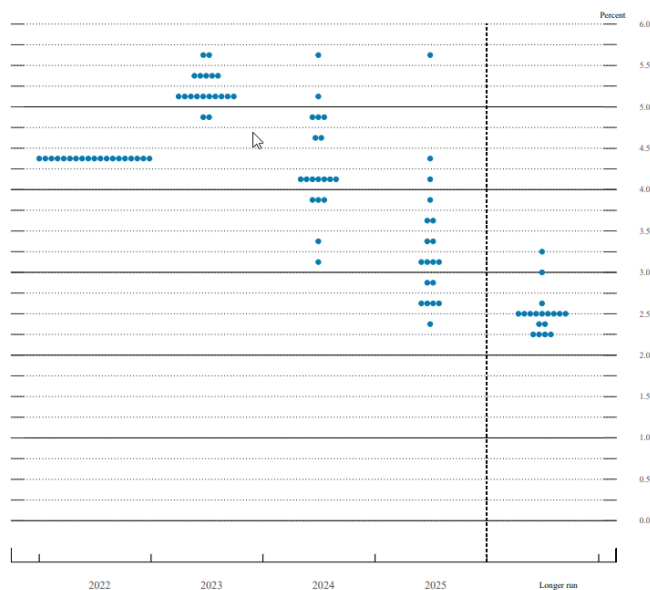
Ma chi preferirebbe non correre il rischio di sbagliare regalo e rinunciare al piacere di consegnare un pacchetto incartato con carta lucida, nastri e fiocchi? Una busta di denaro più efficiente di un regalo di Natale: l’economia alle volte sembra dar ragione a Thomas Carlyle che la definiva “scienza triste”!

La scorsa settimana non sono mancati i regali anche nei mercati finanziari, alcuni graditi, altri meno, diciamo.

Il primo regalo, graditissimo, è stata l’inflazione americana al di sotto delle attese: l’Indice dei Prezzi al Consumo (CPI) è aumentato sul mese precedente di 0,1% rispetto alle attese di 0,3%. Il raffreddamento dei prezzi dell’energia ha contribuito a portare l’inflazione annualizzata a 7,1%, meglio delle aspettative di 7,3%.

Anche il secondo regalo è stato gradito benché non sia stato davvero una sorpresa. La Federal Reserve ha messo la parola fine alla serie dei rialzi “monstre” da 75 punti base, quattro consecutivi da giugno: il rialzo, ampiamente atteso, è stato di 50 punti base.

I tassi americani si trovano ora nell’intervallo del 4,25% - 4,5%, le aspettative mediane della Fed per i tassi alla fine del prossimo anno si attestano al 5,1%, poco sopra le aspettative del mercato. Dei 19 membri del FOMC, il Comitato del Mercato Aperto che governa i tassi, 17 ritengono che il tasso debba portarsi oltre il 5%, a settembre non lo pensava nessuno, i più aggressivi collocavano il tasso di arrivo a 4,75%.



Il grafico a pallini con le attese dei tassi dei 19 membri del FOMC. Fonte Federal Reserve.

Sulla scia della Fed, anche la Banca d’Inghilterra e la Banca Centrale Europea hanno disposto aumenti di mezzo punto anziché di tre quarti, in una sorta di rallentamento dell’intensità ma non della determinazione: i regali sgraditi sono stati i commenti di Jerome Powell e Christine Lagarde.

Rallentate la corsa, ha detto sostanzialmente Powell ai mercati, il mercato del lavoro deve raffreddarsi e noi non abbiamo ancora finito. Powell è preoccupato per le dinamiche salariali, ha riproposto un grafico mostrato il mese precedente, l’offerta di lavoro è inferiore di 3,5 milioni di posti rispetto alla domanda.

I mercati non sono parsi del tutto convinti, nel corso della conferenza stampa il mercato ha recuperato e il Treasury a due anni ha chiuso la giornata sostanzialmente invariato: la scommessa dei mercati sembra quella di un tasso di arrivo al 5% e che alla fine del 2023 la banca centrale dovrà tornare sui suoi passi e cominciare a tagliare.

Anche da questa parte dell'Atlantico il rallentamento dell'intensità delle azioni è stato accompagnato da parole dure che hanno sorpreso i mercati. Christine Lagarde ha declassato le previsioni di crescita dell'Eurozona e ha alzato quelle dell'inflazione, i tassi verranno alzati "in maniera significativa e continua ... Chi pensa che questo sia un punto di svolta per la BCE si sbaglia, non stiamo svoltando, non stiamo vacillando".

Parole che non sono state esattamente un "Christmas Carol", la promessa di altri aumenti di 50 punti base nei prossimi mesi è stato il maglione con il ricamo dell'alce e del vischio, il regalo di cui si faceva volentieri a meno.

La sorpresa è stata non tanto nell'assertività del registro comunicativo quanto nelle parole non dette, nella sparizione della "forward guidance"; la conferenza stampa di Lagarde è stata una perdita di tempo, scrive senza mezzi termini il professor Masciandaro, "comunicazione senza informazione" che lascia aperte tutte le porte ed è di scarsa utilità al mercato.

"Le decisioni della BCE, il linguaggio e le previsioni" rincara la dose l'ex vicepresidente Vitor Constancio "indicano una politica eccessivamente "falco" che aggraverà inutilmente la prossima recessione. L'espressione "i tassi dovranno ancora salire in modo significativo" si basa su previsioni sull'inflazione controverse".



Gerard van Honthorst (1592-1656) "Adorazione del Bambino" (1620, Galleria degli Uffizi, Firenze)

I critici ricordano il principio di realtà con cui potrebbe scontrarsi la BCE, debiti pubblici in aumento per sostenere il caro-bollette di famiglie e imprese, le ombre lunghe della recessione. Il mercato dei futures stima che i prezzi al consumo proseguano nella discesa, che il rallentamento economico peggiori, che i primi allentamenti si renderanno necessari già verso la fine del 2023.

Meglio non scommettere: né sulla velocità di discesa dell'inflazione, l'esperienza recente insegna quanto le previsioni sulle dinamiche dei prezzi siano difficili e rischiose, e neppure contro le banche centrali, "don't fight the Fed" recita il vecchio monito dei trader, non combattere contro la Fed.

Nonostante le diverse condizioni economiche e la natura dell'inflazione, le tre banche centrali sono alle prese con problemi di comunicazione.

Siamo in un gioco delle parti, i banchieri centrali vogliono riportare sotto controllo la dinamica dei prezzi e rafforzare la stabilità finanziaria, il linguaggio assertivo sarebbe strumentale a curvare le aspettative e, una volta raggiunto l'obiettivo, facilmente accomodabile. Il 2023 si giocherà sul "deadweight" della comunicazione dei banchieri centrali, sullo scarto tra ciò che dicono e ciò che crederanno i mercati. La distanza tra le stime delle banche centrali e le previsioni dei mercati assomiglia all'analogia della valutazione dei regali di Natale del libro di Waldfoegel.



Michelangelo Merisi detto Caravaggio (1571-1610), "Adorazione dei Pastori" (1609, Museo Regionale, Messina)

I lettori abituali di queste colonne sanno quanto L'Alpha e il Beta cerchi di scansare gli esercizi previsivi, non è però azzardato presentare che stiamo arrivando a un punto di svolta, non il "pivot" escluso con forza da Christine Lagarde, ma un cambio di passo nelle politiche monetarie e nell'economia globale. I segnali via via corroborano questa possibilità, benché resti sempre difficile distinguere i falsi segnali e individuare con chiarezza il nuovo corso. Il rallentamento nel ciclo dei tassi e l'eventuale pausa rendono interessanti il credito e i governativi; la reazione del dollaro, in indebolimento, avrebbe conseguenze immediate, positive, sui mercati emergenti e sull'Europa che paga in dollari le materie prime, l'energia su tutte.

Restiamo in un ambiente fortemente incerto, prudenza e temperanza restano le due virtù cardinali indispensabili a proseguire la navigazione nei mercati finanziari nei prossimi mesi. I fenomeni e le grandezze economiche da tenere d'occhio nel 2023, per il loro impatto diretto su tassi e sugli utili aziendali sono almeno tre:

1. l'andamento dei prezzi dell'energia e dell'economia reale, l'intensità del rallentamento, i rischi recessivi in Europa; il Rapporto del German Council of Economic Experts scrive che "le previsioni sono soggette a notevoli rischi di ribasso, se si verificasse una carenza di gas naturale, in Germania si potranno verificare una profonda recessione e un'inflazione ancora più alta";
2. le parole, le opere e le omissioni delle banche centrali: nel 2023 proseguirà il tiro alla fune con i mercati, la posta in gioco la loro credibilità e, soprattutto, l'equilibrio tra intensità degli inasprimenti e condizioni del ciclo economico. Sarà da osservare la struttura delle scadenze americana, la curva dei Treasury ha un buon track record come segnalatore di recessione: dal 1970, ogni volta che i rendimenti a 10 anni sono scesi al di sotto di quelli a 2 anni, è seguita una recessione. La curva tende a irripidirsi nuovamente quando la banca centrale inizia ad allentare la presa;
3. l'economia cinese: la buona notizia della riapertura è contrastata dall'insufficiente copertura vaccinale della popolazione, la possibile combinazione di influenza e contagi per Covid avrebbe sul sistema ospedaliero un impatto difficilmente sostenibile. Le scelte politiche potrebbero essere costrette a imprevedibili cambiamenti, a tentennare tra riaperture e chiusure.

Nel 2023 il tiro alla fune tra banche centrali e mercati sarà anche sulla comunicazione, fino ad ora malferma.

Sarà un anno interessante, L'Alpha e il Beta tornerà a parlarne a gennaio.

Buon Natale e buone Feste a tutte e a tutti.



Pieter Paul Rubens (1577-1640), Adorazione dei Pastori (1608, Pinacoteca Civica, Fermo)

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.