

BRAVE NEW WORLD

L'inflazione ha messo fine all'era del denaro quasi gratis e nel corso del 2022 lo scenario è radicalmente cambiato, sono state stravolte le ipotesi e le narrazioni sull'economia e sui mercati, le banche centrali sono state le grandi protagoniste. Entriamo in un mondo nuovo, nel corso del 2023 vedremo quali fattezze assumerà

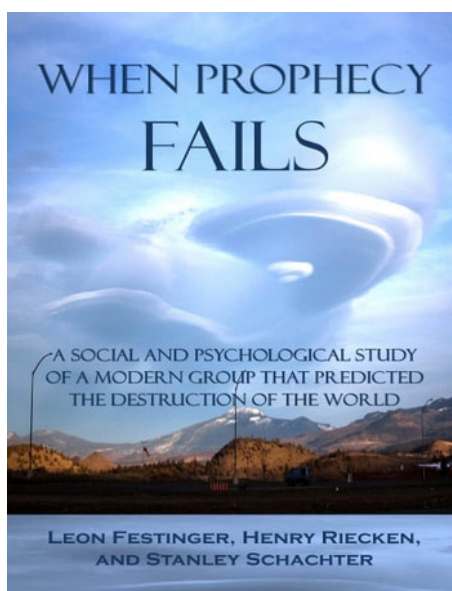
Nel corso della storia ci sono sempre stati i fenomeni delle attese millenaristiche e apocalittiche. Più frequenti nel Medioevo, non sono mai davvero scomparsi, nel corso dell'Ottocento la fine del mondo era stata prevista nel 1843, poi nel 1844 e nel 1874. Nel secolo scorso l'apocalisse venne attesa nel 1914, 1915, 1925, 1954 e 1975. Dieci anni fa una bizzarra interpretazione del calendario Maya aveva previsto la distruzione del mondo alla fine del 2012.

Il gruppo di persone che nel dicembre del 1954 si ritrovarono per giorni in attesa di un'astronave che li avrebbe salvati dalla imminente distruzione della terra fu studiato e raccontato da tre psicologi.

La signora Dorothy Martin di Oak Park, Illinois, affermava di essere in contatto con i "Guardiani", creature extra-terrestri che le avevano comunicato il loro arrivo: alle 16:00 del 17 dicembre, un'astronave avrebbe messo in salvo lei e il suo gruppo di fedeli prima dell'inondazione che avrebbe distrutto il pianeta il 21 dicembre.

Ma all'appuntamento del 17 dicembre non si presentò nessuno, e nessuna astronave venne avvistata nei giorni successivi. La Vigilia di Natale il gruppo si ritrovò ancora una volta nel giardino della signora Martin in attesa non della nascita di Gesù Bambino ma del salvifico vascello: ma quella notte Dorothy Martin annunciò il nuovo messaggio, la loro fede aveva generato il miracolo di Natale, la terra sarebbe stata risparmiata, non ci sarebbe stata alcuna inondazione.

È difficile credere come un gruppo di persone adulte possa aver creduto nel Ventesimo Secolo a queste sesquipedali stramberie eppure, rientrando a casa a riprendere la loro vita (c'era chi aveva dissipato tutti i risparmi, chi si era licenziato prendendo il capo a male parole), molti conservarono la fede nei vaticini della signora Martin.



L. Festinger, H. Riecken, S. Schachter "When Prophecy Fails, A Social and Psychological Study of a Modern Group That Predicted the Destruction of the World", 1956. I tre psicologi cognitivi studiarono il caso e descrivono la dissonanza cognitiva dei protagonisti, l'ostinazione a credere l'implausibile piuttosto che ammettere di essere dei creduloni. "Un uomo con una convinzione è un uomo difficile da cambiare" scrivono i tre "può anche essere meno doloroso tollerare la dissonanza che scartare la convinzione e ammettere di essersi sbagliati".

Le previsioni e le credenze sono rimedi utili a placare l'ansia dell'ignoto, i vaticini formulati all'inizio di ogni anno sono "mappe concettuali" che tentano di dare un senso al futuro che ci aspetta: tutto sommato balsami psicologici non molto distanti dagli svitati di Oak Park.



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

“Silenzioso e lieve, un fiume addormentato”, come canta l'autore di Pavana, gennaio è il mese dei propositi, ambiziosi, e delle previsioni, fallaci e “affette da rumore” scrive Daniel Kahneman. Non la tocca piano l'editorialista finanziario del Wall Street Journal che tempo fa scriveva dei previsori che, “se qualche volta hanno ragione, è solo per buona sorte”. Il Financial Times di pochi giorni fa ammetteva di aver clamorosamente sbagliato, nel gennaio 2022, la previsione che Putin non avrebbe invaso l'Ucraina. Una ammissione scritta all'inizio del paginone con le previsioni su cosa accadrà nel 2023!

Nel suo piccolo, L'Alpha e il Beta prova a resistere alla tentazione delle previsioni, affascinanti come le parole amorose scritte sulla sabbia e altrettanto effimere, il futuro giace inconoscibile nel grembo di Giove.

Ragionando sugli elementi noti, il lungo periodo di bassa inflazione, bassi tassi di interesse e bassa volatilità che ha fatto seguito alla Grande Crisi Finanziaria è consegnato alla storia. Il 2022 è stato l'anno della cesura, le parole di Jerome Powell del 30 novembre 2021, quando dichiarò al Congresso la fine della lunga fase del denaro quasi gratis, sono state calate nella realtà dei fatti.



Giulio Carpioni (1613-1678), Tiresia predice l'avvenire di Narciso (Padova, Musei Civici)

L'intensità dell'azione delle banche centrali è stata brutale, per i mercati finanziari il 2022 è stato il peggior anno dalla Grande Crisi Finanziaria. Sotto la spinta di inflazione, tassi in aumento, guerra e crisi energetica la capitalizzazione delle borse mondiali è diminuita di venticinque trilioni di dollari e non è andata meglio nei mercati obbligazionari. Il Treasury americano a dieci anni è balzato da 1,5% al 4%, la disfatta delle obbligazioni è la parte più dolorosa di un anno complicato.

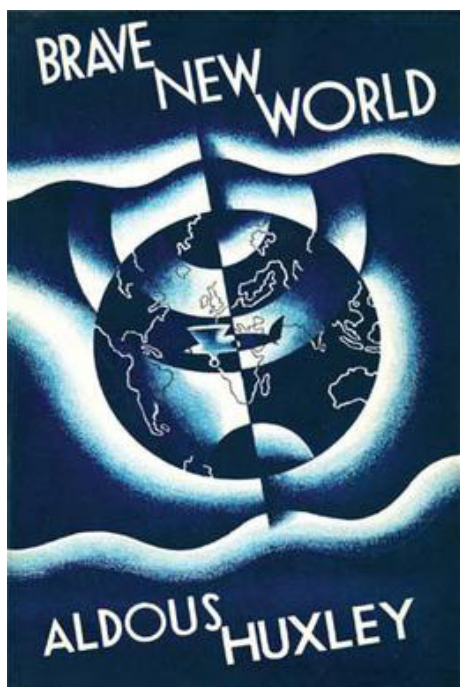
Il 2022 è stato anche l'anno degli errori delle banche centrali, hanno riconosciuto in ritardo le caratteristiche di persistenza negli shock dell'offerta, hanno opacizzato la loro credibilità e perso molto denaro: l'aumento dei rendimenti e la valorizzazione mark-to-market delle obbligazioni acquistate in questi anni costituisce una perdita secca nei loro bilanci. La velocità del cambio di direzione ha mostrato anche la vulnerabilità del sistema finanziario, la crisi di governo in Gran Bretagna ha rivelato ad esempio i livelli della leva finanziaria del sistema pensionistico britannico.

Le dinamiche che hanno segnato il 2022 proseguiranno in questo avvio del 2023: inflazione, tassi di interesse, dubbi sulla crescita, iper-incertezza. Ma l'avvio dell'anno nei mercati finanziari è sotto il segno dell'ottimismo grazie al calo dei prezzi del gas e dell'inflazione. Nell'Eurozona l'inflazione di dicembre è tornata a una sola cifra e le borse europee hanno messo a segno la miglior performance nella settimana di apertura dell'anno dal 2009.

Non mancano i segnali contraddittori. Nei verbali della riunione di dicembre della banca centrale americana si legge la diffidenza verso i rally di borsa: “un allentamento ingiustificato delle condizioni finanziarie, soprattutto se guidato da un'errata percezione da parte del pubblico della funzione di reazione del Comitato, complicherebbe lo sforzo del Comitato di ripristinare la stabilità dei prezzi”.

Tradotto in italiano semplice, i membri del FOMC temono che i rialzi dei listini si traducano in “effetto ricchezza”, ovvero nuovi consumi potenzialmente inflazionistici. Se proseguisse l'ottimismo nei mercati azionari, magari corroborato da notizie che confermino il rallentamento dell'economia, la Fed potrebbe portare a oltre il 5-5,25% il tasso di arrivo, qualcuno ha osservato che il mandato della banca centrale potrebbe informalmente estendersi, per un po' di tempo, anche “all'indebolimento del mercato azionario”.

Negli stessi verbali si legge, sempre con libera traduzione, “scordatevi che cambieremo idea e che diminuiremo i tassi nel 2023”. Nei prossimi mesi assisteremo al tiro alla fune tra l'assertività delle banche centrali e i mercati che potrebbero voler vedere il bluff.



Aldous Huxley, Brave New World 1932, copertina della prima edizione

Nello scenario del 2023 c'è la novità dell'apertura dell'economia cinese. Sotto la pressione dei dati di crescita insoddisfacenti, il governo di Pechino ha abbandonato le misure "zero Covid" ma l'alternativa del diavolo tra crescita economica e salute pubblica si sta manifestando in tutta la sua drammaticità (L'Alpha e il Beta ha parlato del rischio "alternativa del diavolo" il 10 ottobre e il 12 dicembre 2022). Cautela dunque prima di festeggiare, l'estensione dei contagi mette ancora a repentaglio l'efficienza nelle fabbriche e nei porti, la pressione dell'emergenza sanitaria potrebbe costringere il governo cinese a rivedere le modalità delle riaperture. Come una Befana maligna, il nuovo anno porta con sé il suo fardello di inquietudini che incrinano la fiducia e alimentano la volatilità e, come tutti gli anni, L'Alpha e il Beta propone le tre parole dell'investitore per il 2023.

Pragmatismo

Pragmatismo significa controllo delle emozioni, sopra tutte l'emozione più potente, la paura. È naturale provare paura per ciò che non si conosce, la paura è emozione primaria e benefica, ha consentito l'evoluzione di uomini e animali, l'esperienza del pericolo affina le reazioni per la sopravvivenza. La paura è stata il potente motore evolutivo verso l'homo faber e l'homo sapiens.

Ma se la paura è un'emozione utile, si deve saper distinguere le paure "giuste" dalle paure "sbagliate". Si tende ad aver paura di ciò che è pauroso, ad esempio viaggiare in aereo, e non di ciò che è pericoloso, ad esempio un lungo viaggio in auto. Un bel libro del professor Paolo Legrenzi aiuta a fare i conti con le paure giuste e con le false sicurezze, soprattutto quando si tratta di gestione degli investimenti. Lasciamo perdere la ricerca dell'invulnerabilità, scrive Paolo Legrenzi, non erano invulnerabili neppure semidei come Achille, il cui tallone non era stato immerso nelle magiche acque dello Stige, o Meleagro, la cui invulnerabilità dipendeva da un tizzone conservato dalla madre. La ricerca dell'invulnerabilità induce a non rischiare e a tenere ampie porzioni di risparmio in liquidità, scelta che nel lungo periodo si rivela fallace, "mete facilmente raggiungibili si rivelano poco soddisfacenti perché si perdono le occasioni che i mercati offrono nei tempi lunghi".



Paolo Legrenzi, A tu per tu con le nostre paure, il Mulino 2019

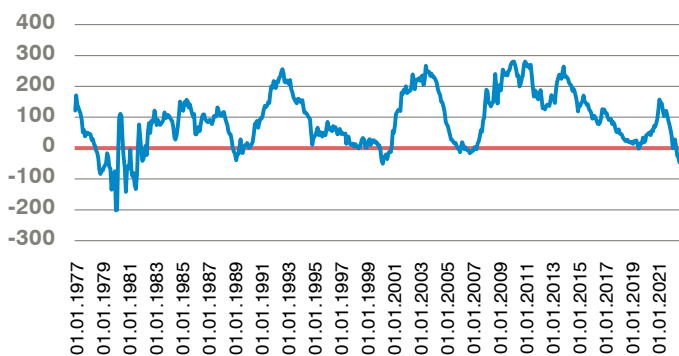
La superstizione e la scaramanzia entrano a buon diritto nel novero delle paure sbagliate. Il 17 è un numero tradizionalmente associato a mala sorte perché la sua scrittura in numeri romani è l'anagramma di "VIXI", ho vissuto, la declinazione al passato evoca evidentemente scenari funesti. La cabala di inizio anno sembra invitare a dotarsi di potenti amuleti, nella fattorizzazione di 2023 il numero 17 compare ben due volte (7x17x17).

La cabala dei mercati pronostica invece scenari opposti. Anche qui c'è un 17, è la media di lungo periodo dell'indice P/E dello S&P 500 aggiustato per il ciclo economico (il CAPE ratio).

Attualmente il valore di questo indicatore è attorno a 28, al di sopra della media storica ma molto al di sotto dei livelli sulfurei degli anni Duemila.

Nelle ultime settimane si avverte nei mercati azionari un crescente senso di sicurezza, dopo tutto "ciò che andato giù deve tornare su"; il Financial Times riporta le statistiche degli impetuosi recuperi nei dodici mesi successivi ai minimi di una fase di mercato orso e, aggiungono i cabalisti, il mercato orso del 2022 è durato oltre la media di tutte le fasi orso registrate negli ultimi settant'anni. Ma non è sempre andata così liscia, il 1973 e il 1974 furono due anni disastrosi a dispetto dei festosi editoriali che nel gennaio 1973 preconizzavano amore e felicità per l'economia e per le borse. Lo stesso accadde all'inizio degli anni Duemila, ci vollero sette anni per tornare ai massimi dello S&P 500.

Specularmente, la medesima prudenza va applicata nei confronti dei segnali recessivi della curva americana. Dal 1970, le volte in cui i rendimenti a dieci anni sono scesi al di sotto di quelli a 2 anni hanno preceduto una recessione. L'OCSE prevede che nel 2023 la crescita globale sarà del 2,2%, inferiore a quella stimata a 3,1% per il 2022, la stima del Fondo Monetario è leggermente migliore, 2,7% ma in ogni caso si tratterebbe della crescita più debole dal 2001, con le eccezioni del 2008 e del 2020 (gli anni della Grande Crisi Finanziaria e del Covid).



La forma della curva del Tesoro USA può essere un segnale di recessione negli USA. Fonte GAM Investments, Bloomberg.

Insomma, il passato ricorda che non è sempre vero che ai minimi di mercato seguano puntualmente energici recuperi. I primi giorni di borsa dell'anno hanno manifestato un forte desiderio di recupero, basterebbe poco, qualche notizia positiva dall'Ucraina, la gestione efficiente delle riaperture in Cina, l'ulteriore indebolimento dell'inflazione per far pesare il piatto della bilancia dalla parte giusta. Il pragmatismo suggerisce però di non scommettere pesantemente sulla direzionalità, il portafoglio "anti-vulnerabile", per dirla con l'amico Legrenzi, non è quello che prevede l'imprevisto ma quello che non sa quale potrà essere l'imprevisto e si prepara alla possibilità che si manifesti.

Nonostante i rischi, nonostante la volatilità derivante dal tiro alla fune tra banche centrali e mercati, l'asset allocation di inizio anno conferma l'esposizione azionaria: giocare il timing è un esercizio difficile, rischioso in mani poco esperte. Ricordiamo il 2009 o il 2020, quando i mercati azionari ripartirono dai minimi in assenza di notizie o dati economici significativi. Ripartenze di cui non beneficiarono gli investitori che, nella paura, avevano alleggerito l'esposizione nelle settimane o mesi precedenti.

La correzione del 2022 è stata superiore agli utili attesi e le valutazioni azionarie restano interessanti però attenzione, i tassi in rialzo e il drenaggio di liquidità fanno scendere l'acqua nella piscina e si riconosce chi nuota senza costume. È il tempo della gestione attiva che cerca storie di crescita in un contesto di bassa crescita: selettività nelle blue chip americane, nei mercati emergenti, nella Cina, nei titoli "Tier 2" della tecnologia (c'è vita oltre le Big Five). Il pragmatismo è ancorato al lungo periodo e alla diversificazione più ampia possibile. Nel reddito fisso, la disfatta del 2022 si trasforma in nuove opportunità, mentre le strategie alternative diventano indispensabili per compensare l'anomala correlazione tra azioni e obbligazioni.

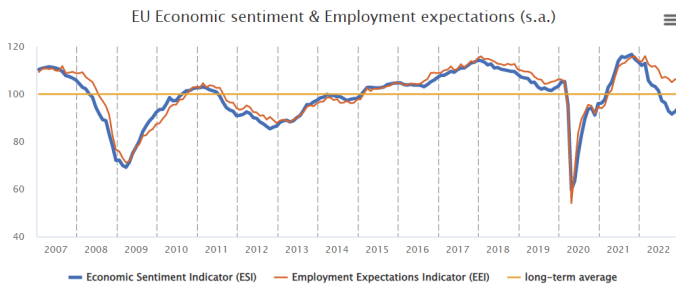
Policrisi

Il 2022 ha segnato la fine del denaro gratis e l'ingresso in una nuova fase dello sviluppo, alle questioni economiche e finanziarie si affiancano quelle politiche e strategiche, la sfera geopolitica è dominata dal disordine o, meglio, dalla faticosa, diffidente ricerca di un nuovo ordine. Sulla scomposizione degli equilibri precedenti si è definito un nuovo ordine policentrico dell'economia globale mentre le grandi potenze sono impegnate nella muscolare competizione per i nuovi assetti strategici dopo la fine della Pax Americana.

"Benvenuti nel mondo delle policrisi" scriveva poche settimane fa lo storico Adam Tooze in un editoriale dedicato a un mondo ancora lontano dall'assestamento e segnato da molteplici focolai di tensione: al conflitto in Ucraina e alla competizione per l'egemonia globale si affiancano la questione energetica, indissolubilmente collegata alla sostenibilità ambientale, le tre sfide dell'Europa su sicurezza militare, indipendenza energetica e crescita economica, poi naturalmente ci sono l'inflazione e i tassi d'interesse, la questione dell'assetto monetario globale, le trasformazioni del sistema economico.

Una "policrisi", appunto, parola utilizzata nel 2018 dal presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker in riferimento alle crisi del debito sovrano, dell'afflusso dei rifugiati in fuga dalla guerra in Medio Oriente, della Brexit, della formazione dei movimenti populisti.

La paternità del termine è però di Edgar Morin e Anne Brigitte Kern che la coniarono nel 1999 nella loro descrizione di "crisi intrecciate e sovrapposte" che rappresentavano la "complessa interconnessione di problemi, antagonismi, crisi, processi incontrollati con la crisi generale del pianeta".



source: European Commission services
To zoom in, please select a period by clicking in the graph and moving the cursor.

Dicembre 2022: Sentiment in ripresa nell'UE e nell'Eurozona, le aspettative sull'occupazione restano solide. Fonte: Commissione Europea.

Nessuno può prevedere come evolveranno le “policrisi”, con buona pace dei paginoni delle previsioni del Financial Times e di altre testate, possiamo però immaginare che:

- la posta in gioco nel conflitto ucraino supera la disputa territoriale: per quanto appaia lontana, tutti ci auguriamo che il 2023 sia l'anno della pace. In ogni caso una volta terminati i combattimenti è probabile che seguirà una guerra fredda gravida di incognite;
- la riorganizzazione delle catene del valore non sarà semplice: non sarà agevole sostituire in breve tempo e con efficienza le economie di scala e l'esperienza della manifattura cinese. La priorità del governo cinese è la gestione dell'emergenza sanitaria mentre in politica estera è necessaria la ricerca di una convivenza pacifica tra Stati Uniti e Cina, l'ex premier australiano Kevin Rudd parla di “competizione strategica gestita” (vedi L'Alpha e il Beta del 10 ottobre 2022);
- le banche centrali rimarranno “centrali” anche nelle analisi economiche e valutazioni finanziarie, in gioco non solo la determinazione a stroncare l'inflazione ma anche la loro credibilità nella gestione (più) accorta della “forward guidance”; il 2022 non è stato un buon anno per la reputazione e la capacità di comunicare dei banchieri di Washington e Francoforte.

“Trovare l'alba dentro l'imbrunire”, cantava Franco Battiato, immagine poetica e surreale che tiene assieme l'alba, simbolo di un nuovo inizio, e l'imbrunire, simbolo della fine, portatore di oscurità. L'imbrunire è nella fase di cambiamento di cui siamo testimoni, le sfide si fanno tanto più indecifrabili quanto più aumentano i rischi geopolitici, l'alba è l'ottimismo della volontà che riconosce l'urgenza di gestire con creatività e intelligenza le tre grandi transizioni ambientale, demografica, tecnologica.

Semplicità

“Risparmiare è facile” scrivono gli amici Debora Rosciani e Mauro Meazza ma, aggiungono, purché si sappia come fare.

Semplicità non significa “farla facile”, nella gestione dei risparmi non esistono scorciatoie: anche negli ultimi mesi le cronache hanno riportato storie di seduzioni, crolli, disperazioni di chi aveva ceduto alle lusinghe del denaro facile. Un paio di anni fa, di questi tempi, l'attenzione era catturata dalla storia “prima felice poi dolentissima e funesta” degli investitori di Gamestop, in gran parte giovani “che non sanno cosa stanno facendo e ai quali neppure importa di non sapere cosa stanno facendo” scriveva Jason Zweig “per loro è insensato guardare i bilanci delle società o capire come si conduce una analisi dei flussi di cassa attualizzati, per loro la volatilità è semplicemente una buona occasione di divertimento”.

Il Rasoio di Occam è il principio della semplificazione ontologica, tra le diverse soluzioni di un problema parimenti valide, bisogna scegliere la più semplice. Investire è semplice ma ri-durre la complessità dei mercati alla semplificazione è pericoloso.

Mentre entriamo in un anno in cui non sappiamo cosa accadrà ma sappiamo che qualcosa accadrà, semplicità significa prepararsi a qualsiasi evenienza, “coprire tutte le basi” diversificando anche con strategie diverse dalle azioni e obbligazioni, nel 2022 il loro comportamento ha vanificato la diversificazione tradizionale.

Semplicità è ricordare che nel lungo periodo le performance azionarie riflettono la crescita dell'economia reale, la superiorità di lungo periodo dell'investimento azionario è stata formalizzata nella “costante” di Jeremy Siegel, il differenziale di rendimento delle azioni sulle altre forme di investimento; semplicità è ricordare quello che diceva Graham, che “il peggior nemico dell'investitore è lui stesso”, riuscire a tenere a bada la naturale avversione alle perdite e restare ancorati al lungo periodo di Siegel vuol dire essere già a metà dell'opera, le performance le fanno i mercati ma sono le emozioni che le vanificano.

Il portafoglio sensibile ai maggiori driver macroeconomici del 2023 sarà orientato alla preservazione del valore reale dell'investimento. L'inflazione sta curvando verso il basso ma continuerà ad essere una costante, l'esposizione azionaria è un buon antidoto all'inflazione nel medio periodo ma non dimentichiamo che nel breve periodo è soggetta alla volatilità, ai dati del ciclo economico, alle attese degli utili aziendali.



Constantin Brancusi (1876-1957)
"Uccello nello spazio", 1923 (MoMa New York).
L'artista romeno diceva che "la semplicità non è un fine dell'arte ma vi si arriva, malgrado se stessi, quando ci si avvicina al senso reale delle cose, la semplicità è la complessità stessa"

La storia è maestra di vita, cautela però con la sua sorella minore, la cronaca: il flusso ininterrotto delle notizie intrappola nell'eterno presente e ottunde la percezione del lungo termine, teniamo d'occhio i dati economici, le parole e le opere delle banche centrali (a loro volta legate alla qualità dei dati), entriamo in un nuovo mondo i cui saranno davvero necessari il pragmatismo dei piedi piantati nella concretezza e la semplicità della pazienza.

Dopotutto sono i criteri che accomunano i grandi investitori: "se si tratta di decidere la direzione di un prezzo, se un titolo sarà più alto o più basso nel giro di due o tre anni, tanto vale lasciar decidere al lancio di una moneta" scrive il leggendario Peter Lynch. Warren Buffett rincara la dose "acquisto come se la borsa chiudesse domani e non riaprisse per i prossimi cinque anni". Quando si tratta di gestione del denaro e di tutela del risparmio non c'è spazio per le previsioni ma solo per il metodo e per le rigorose valutazioni dei fondamentali.

Un approccio semplice ma non semplicistico, buon Anno Nuovo a tutte e a tutti.

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.