

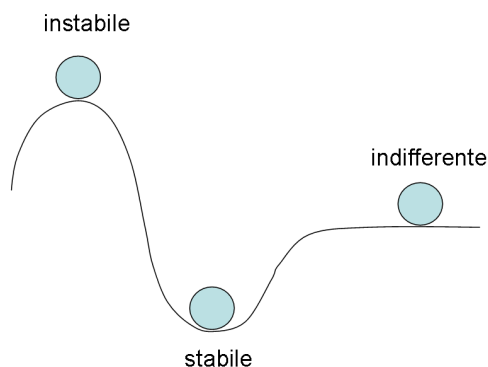
EQUILIBRIO STABILE, INSTABILE, INDIFFERENTE

I mercati non sono mai in condizioni di equilibrio stabile, nella settimana più importante degli ultimi mesi le dichiarazioni dei banchieri centrali alludono all'approssimarsi della fine del ciclo restrittivo; il mercato del lavoro negli Stati Uniti sembra però impermeabile alla durezza dell'aumento dei tassi. Nel difficile gioco degli equilibri, la Fed è impegnata a raffreddare i prezzi senza portare l'economia alla recessione, gli investitori sono alle prese con l'equilibrio dei giochi non cooperativi

Il concetto di equilibrio è ampio e generico. È presente nella fisica come nella psicologia, nella chimica e nella psicoanalisi, è categoria essenziale dell'estetica e della storia dell'arte.

La parola "equilibrio" deriva dalle due parole latine "aequus", uguale, piano, orizzontale, e "libra", bilancia, l'equilibrium era la condizione di allineamento dei due piatti.

In fisica, un corpo è in equilibrio quando è in stato di quiete e vi rimane nel tempo. La pallina nella buca è in equilibrio stabile, un leggero spostamento la farebbe tornare alla posizione iniziale, la pallina collocata su un piano inclinato è invece in equilibrio instabile, una volta spostata non torna nella posizione iniziale. L'equilibrio indifferente è il caso di un corpo che viene spostato dalla posizione iniziale e resta in equilibrio nella nuova posizione.

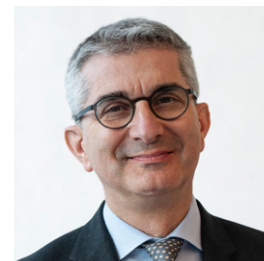


Fonte: Infinito teatro del cosmo.

L'equilibrio è un concetto centrale anche nella storia del pensiero economico.

Gli economisti classici partirono dall'idea di equilibrio per investigare i meccanismi dell'offerta da parte dei produttori e della domanda da parte dei consumatori. Nel corso del XIX secolo, sull'onda delle scoperte scientifiche e del positivismo, l'equilibrio del sistema economico venne descritto con metodi analoghi a quelli delle scienze dure, la prima formulazione della teoria dell'equilibrio economico generale è dell'economista francese Léon Walras, "il più grande di tutti gli economisti" lo definiva Schumpeter.

Da allora, l'equilibrio è un filo rosso ricorrente, gli uffici di ricerca e i dipartimenti universitari di economia studiano le interazioni tra le maggiori grandezze economiche utilizzando un complesso modello econometrico definito Modello Dinamico e Stocastico di Equilibrio Generale. La Banca d'Italia, ad esempio, utilizza il DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) per le analisi di politica economica e per gli esercizi di previsione. Le prime versioni vennero messe a punto con la collaborazione di Franco Modigliani, oggi è un modello complesso costituito da circa ottocento equazioni che descrivono i movimenti delle principali grandezze economiche.



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



Piero della Francesca (1412-1492), "Pala di Brera" (1472, Pinacoteca di Brera, Milano). Il dipinto è un esempio dell'equilibrio nell'arte rinascimentale, la costruzione è speculare, perfetta la simmetria tra i due lati dell'asse centrale. Fonte Wikipedia.

In breve, l'idea di un sistema economico in equilibrio rimanda alla condizione in cui le variabili economiche restano invariate in assenza di influenze esterne. Ma l'economia non è una scienza dura come la fisica, l'equilibrio di Walras descrive le interazioni delle grandezze economiche ma, nella realtà, la funzione di utilità postulata dalla sua legge è inutilizzabile, lo stesso Walras riconobbe i limiti della sua teoria.

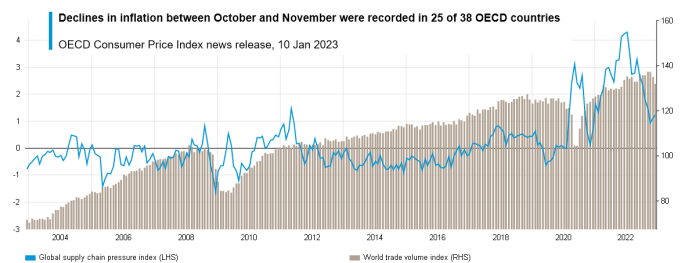
Parlare di equilibrio nei mercati finanziari è ancor più sfidante, le emozioni e i bias cognitivi dei partecipanti al mercato hanno effetti più estesi che nell'economia reale. Nei mercati finanziari le "forze esterne", per usare la terminologia dei manuali, si alternano costantemente nell'alterare le dinamiche della domanda e dell'offerta: gli interventi dei governi, le notizie macroeconomiche, gli stati emotivi e i bias dei partecipanti, le azioni delle banche centrali.

Proprio le parole e le opere delle banche centrali sono state al centro dell'attenzione nei due giorni più importanti delle ultime settimane. La Federal Reserve, la Banca Centrale Europea e la Banca d'Inghilterra hanno aumentato i tassi e hanno lasciato intendere, con sfumature diverse, l'approssimarsi della fine del ciclo restrittivo.

Il registro comunicativo di Powell è stato positivo, ora sono possibili aumenti di 25 punti perché si stanno allentando le pressioni sui prezzi, l'inflazione potrebbe rientrare senza dover passare per un "declino economico davvero significativo". Il tasso dei fondi federali è ora nella forchetta 4,50%-4,75%, le proiezioni della Fed indicano un livello di equilibrio poco sopra il 5%, adeguato a riportare l'inflazione attorno al 2% a fine 2023.

Non è stata una sorpresa l'aumento di 50 punti base della BCE, più indietro rispetto alla Fed nel ciclo di inasprimento. Christine Lagarde ha usato un linguaggio severo ma finalmente chiaro: nonostante la diminuzione, l'inflazione nell'Eurozona resta alta, a marzo verrà disposto un nuovo aumento di 50 punti base. Non sono mancate sfumature di cauto ottimismo, le prospettive dell'inflazione presentano rischi "più equilibrati", dopo l'aumento di marzo saranno i dati economici a suggerire le prossime mosse.

Anche Andrew Bailey ha commentato il rialzo di 50 punti con note positive. Il capo della Bank of England si è dichiarato fiducioso che l'inflazione abbia superato il picco e iniziato la discesa, questa volta non ha ricordato che sarà necessario agire "con forza". Come negli Stati Uniti, anche in Gran Bretagna si ritiene che i tassi ufficiali si stiano avvicinando al livello di equilibrio.



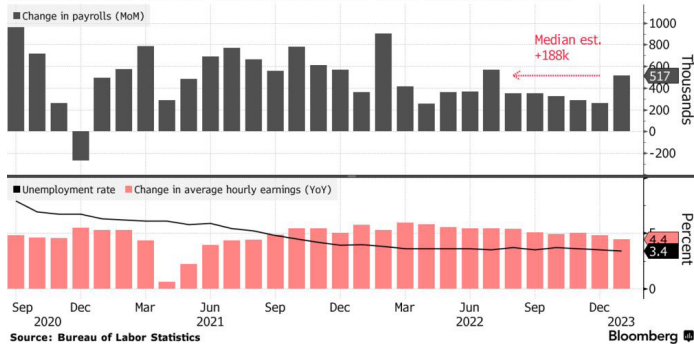
Rallentano le forze inflazionistiche. Fonte GAM Investments, Bloomberg, New York Fed, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Delle tre conferenze stampa i mercati hanno selezionato le parti più accomodanti e hanno reagito sciabolando le bollicine: il rendimento del BTP decennale è sceso di quaranta punti base a 3,9%, il Bund di pari scadenza è sceso di poco più di venti punti base portandosi poco sopra il 2%.

Le prospettive economiche globali migliorano grazie alla riapertura della Cina, "game changer" del 2023, i mercati scommettono sulla costante discesa dell'inflazione e sul soft landing dell'economia, dando credito all'ipotesi dell'inflazione come fenomeno dovuto principalmente alla straordinarietà del 2020 e del 2021, all'impetuosa ripartenza della domanda e ai colli di bottiglia che hanno innescato gli shock dell'offerta. Il ritorno alla normalità sbiadisce gli elementi di tensione sui prezzi, l'inflazione negli Stati Uniti ha cominciato a scendere dal picco del giugno 2022, presto per essere risultato dell'azione restrittiva della politica monetaria.

L'ultimo appuntamento importante della settimana scorsa è stato con il dato dei nuovi occupati negli Stati Uniti.

Job Growth Powers Ahead, Unemployment Hits 53-Year Low
Gain in January payrolls topped all forecasts while wages stayed firm

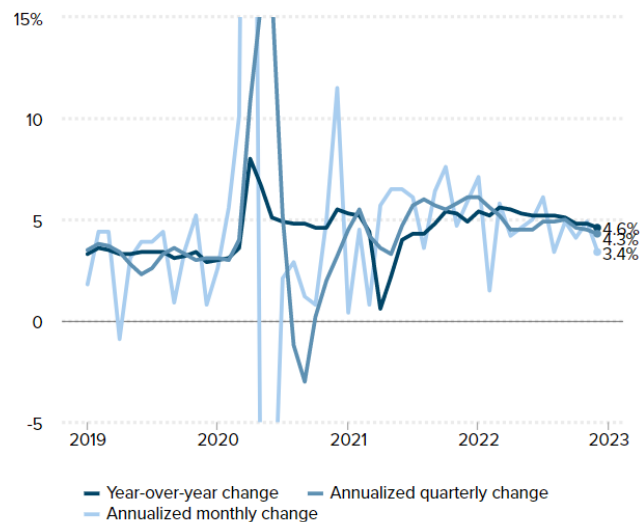


In gennaio sono stati creati 517.000 nuovi posti di lavoro, quasi il doppio rispetto al mese precedente, una buona notizia che nasconde il veleno, complica la vita alla Fed che vuole invece raffreddare la domanda. Il tasso di disoccupazione al 3,4%, il più basso dal 1969, mostra un mercato del lavoro robusto che sembra impermeabile al più violento rialzo dei tassi degli ultimi decenni. Il dato di venerdì ha spostato la pallina sul piano, l'idea che la Fed possa non seguire il sentiero già scontato dai mercati ha fatto scendere lo S&P 500 di circa l'1% prima che l'indice ritrovasse l'equilibrio.

Guardando meglio, anche il mezzo milione di nuovi occupati presenta aspetti controversi: se la carenza di offerta di lavoro sembra accertata nei settori della sanità, del tempo libero e dell'edilizia, nella rilevazione di gennaio sono stati applicati aggiustamenti alla metodologia, riclassificati dati settoriali, aggiornati i fattori di destagionalizzazione e il dato demografico utilizzato come base del rapporto occupazione/popolazione.

Il dato rilevante è che non sono aumentate le retribuzioni, il volano che alimenta la spirale dei prezzi. Il mercato del lavoro è centrale nelle valutazioni dei banchieri centrali, il rallentamento dell'occupazione è sempre una delle più evidenti conferme del successo della cura: diminuiscono le pressioni salariali e, di conseguenza, quelle sui prezzi.

Difficile prevedere come la Fed terrà conto del dato che, in ogni caso, conferma che la domanda di lavoro è superiore all'offerta. Nelle sue precedenti dichiarazioni Powell aveva esplicitamente ammesso di voler veder diminuire la pressione sulle paghe e sui salari, il comunicato stampa della precedente riunione aveva anche messo in guardia dall'esuberanza dei listini, dal rischio che l'effetto ricchezza si riversi in consumi che possano frenare gli sforzi contro l'inflazione.

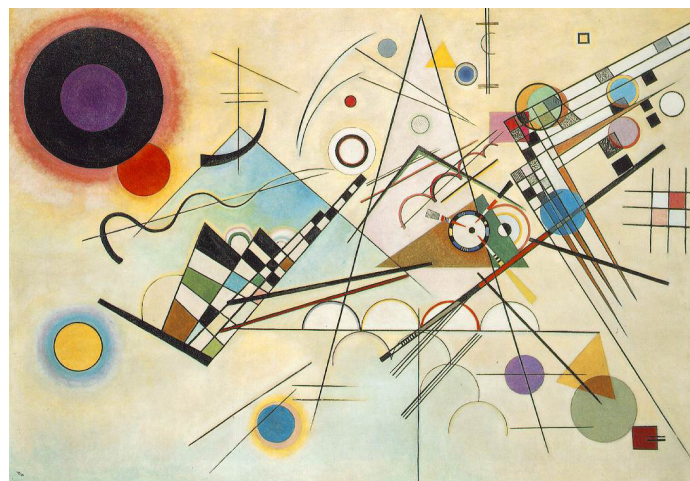


La crescita dei salari nominali rallenta senza sacrificare la bassa disoccupazione.
Fonte Economic Policy Institute.

La Fed è alle prese con l'esercizio di mantenere stabile l'equilibrio tra il raffreddamento dei prezzi senza portare l'economia alla recessione.

L'equilibrio che interpella invece l'investitore è quello dei giochi non cooperativi. I partecipanti, in concorrenza tra loro, perseguono ciascuno la strategia più vantaggiosa per sé e il risultato del gioco è influenzato dalle scelte prese da ogni singolo giocatore.

Gli investitori inesperti tendono a concentrarsi sul proprio portafoglio e sulle proprie strategie, scrive il professor Paolo Legrenzi ne "I soldi in testa" di queste settimane, non prestano attenzione al fatto che gli esiti di quelle strategie dipenderanno anche dalle aspettative presenti sul mercato. L'interazione di tutti gli operatori sul mercato, un enorme e impossibile gioco non cooperativo, è il "sentiment", massimo avversario della razionalità.



Vasilij Kandinskij (1866-1944), "Composizione VIII" (1923, Solomon R. Guggenheim Museum, New York) Nella serie delle "Composizioni" Kandinskij dosa l'equilibrio dei colori, caldi e freddi, l'opera si distribuisce in modo equilibrato attorno a una asse che taglia la tela in modo obliquo, "Il principio di equilibrio in Kandinskij si avvale della diagonale come asse di riferimento" (Alessandro Alfieri)

Nelle sue speculazioni sulle valute Keynes aveva ignorato il sentiment e preso posizioni in base a valutazioni razionali, perse il denaro suo e degli amici ma si riprese dalla botta pur lamentandosi che le emozioni avessero il sopravvento: "un'autentica aspettativa a lungo termine è oggi così difficile da essere scarsamente praticabile".

Ma imparò la lezione, nella Teoria Generale Keynes paragona il sentiment del mercato al concorso di bellezza: "non è quindi il caso di scegliere quei visi che, secondo il proprio giudizio, siano veramente i più belli, nemmeno quelli che l'opinione media pensi che siano i più belli. Abbiamo raggiunto il terzo grado dove impieghiamo la nostra intelligenza per anticipare quella che è l'opinione media rispetto a quale dovrebbe essere l'opinione media".

Nel lungo termine sappiamo che i fondamentali prevalgono, ma i movimenti di breve sono condizionati dalle preferenze degli altri giurati, dall'opinione media che si forma nel mercato, sempre in equilibrio instabile o al massimo indifferente.

In questo avvio di anno sembra prevalere la narrativa del soft landing dell'economia globale, si escludono le possibili sorprese e non sembrano meritevoli di attenzione alcuni spunti di perplessità: la ripartenza della Cina e le prospettive di ripresa non stanno sollecitando i prezzi del petrolio e delle materie prime, i prezzi del petrolio non salgono, i prezzi del rame, considerato leading indicator, stanno diminuendo. Nonostante le prospettive di soft landing la curva americana resta invertita, Robin Brooks, capo economista del IFF è tetragono, "la recessione globale sta arrivando".

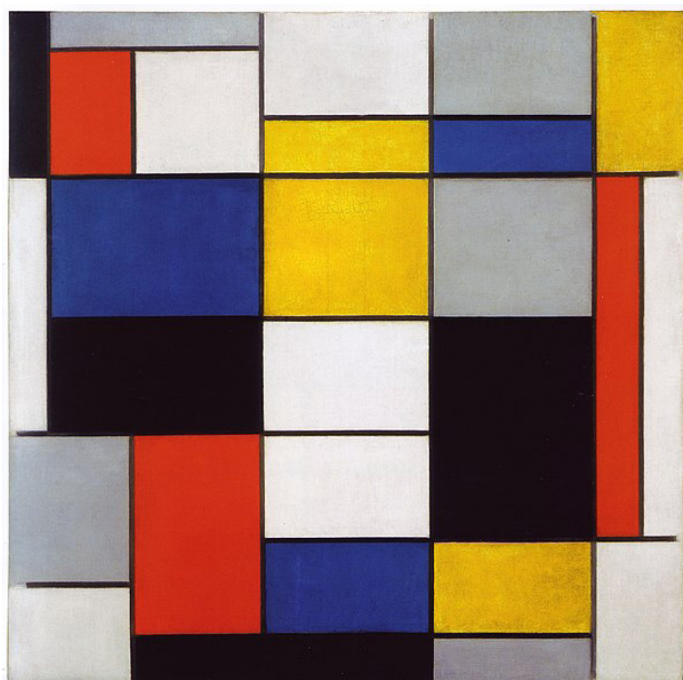
In realtà è presto per scommettere su entrambe le ipotesi. L'indice dell'ansia, messo a punto dalla Fed di Philadelphia, misura la probabilità di un calo del PIL reale nel trimestre successivo alla rilevazione. Nella rilevazione del quarto trimestre del 2022 l'indice dell'ansia indica una probabilità del 47,2% che il PIL reale americano diminuisca nel primo trimestre del 2023. L'economia americana si trova in una condizione in cui è ancora rischioso anticipare una direzione, guardiamo con attenzione ai dati del lavoro, i dati sull'occupazione muovono i Fed Funds.

I banchieri centrali sono ancora al bivio che può alterare l'equilibrio, ovvero la gestione del timing delle prossime mosse: interrompere i rialzi troppo tardi vorrà dire pesare sull'economia che sta dando segnali di resistenza, interromperli troppo presto comporta il rischio di non curvare adeguatamente l'inflazione e le aspettative. Un grave errore in entrambi i casi.

Da questa parte dell'Atlantico l'economia dell'Eurozona sta dimostrando buona capacità di resistenza: i sostegni dei governi a famiglie e imprese stanno funzionando e l'inverno mite consente di mantenere alte le scorte energetiche. In Europa il calo dei prezzi del gas naturale è un potente freno all'inflazione e lo scenario più favorevole rispetto a pochi mesi fa sostiene le azioni europee favorite anche da valutazioni relative più attraenti.

Le regole dell'equilibrio della teoria economica non sono di nessun aiuto, inutile anche cercare indizi nella storia finanziaria, in un contesto del tutto nuovo i precedenti non danno nessun appiglio.

In condizioni come questa i risparmiatori devono tornare alle regole base, impossibile fare ipotesi su cosa prevarrà sui mercati nei prossimi mesi, il pragmatismo e la semplicità di cui L'Alpha e il Beta ha scritto nelle settimane scorse si traducono in capacità di osservare, di evitare le narrazioni semplificatorie, di dar prova di ampia flessibilità.



Piet Mondrian (1872-1944), "Composizione con Nero, Rosso, Grigio, Giallo e Blu" (1919, Galleria Nazionale d'arte moderna e contemporanea, Roma, fonte Wikipedia). Se Kandinskij trova l'equilibrio nella diagonale, l'equilibrio di Mondrian è nella assoluta ortogonalità e nella scelta di pochi colori essenziali.

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.