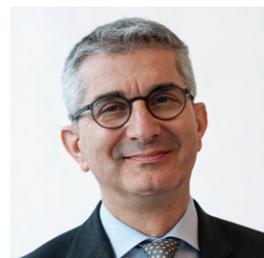


IL PREZZO DEL TEMPO

I segnali economici sono ancora contraddittori e diverse le letture del mercato azionario da quello obbligazionario. La paura di una crisi bancaria sistemica è rientrata ma la crescita è da sempre funzione degli impulsi al credito destinati probabilmente a contrarsi. Meritano attenzione i mercati emergenti, non toccati dalla crisi bancaria e che beneficiano del ritorno della Cina, il grande catalizzatore dell'area asiatica



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

Quanto costa il tempo?

Chi lavora nell'industria dei trasporti sa bene come attribuire valore monetario al tempo necessario per spostare merci o persone, un dato indispensabile per la pianificazione degli spostamenti e per non finire in bancarotta. A pensarci bene però, il valore economico del tempo è familiare a qualsiasi attività economica, è un'intuizione antichissima che precede di molti secoli l'introduzione della moneta.

Il valore finanziario del tempo era già noto ai Babilonesi di ventiquattro secoli fa, i primi esempi di scrittura su tavolette di argilla sono scritte contabili, al Louvre è conservato un vaso che risale al 2400 avanti Cristo sul quale sono definite in dettaglio le riparazioni di guerra imposte a una città sconfitta, è la testimonianza più antica del meccanismo dell'interesse composto.

L'idea del valore economico del tempo è dunque al centro delle vicende umane dall'inizio della storia ed ha a che fare con l'indole della natura umana, con la sua impazienza, con il valore dato al futuro. Negli anni Sessanta lo psicologo Walter Mischel dimostrò l'impazienza e il valore dell'autocontrollo con un celebre (e simpatico) esperimento, il "test dei marshmallow": bambini di età tra i quattro e i sei anni vennero fatti sedere in una stanza vuota con un dolcetto. Avrebbero potuto mangiarlo subito oppure, se fossero riusciti ad aspettare pochi minuti il ritorno dell'adulto, ne avrebbero avuti due.



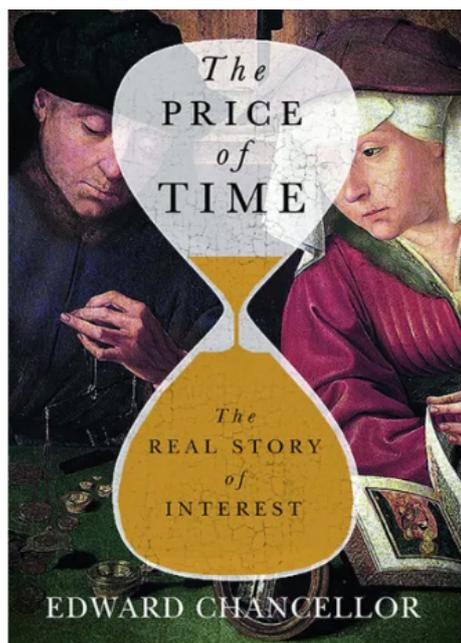
Test del Marshmallow di Walter Mischel. "Resistere alle tentazioni, e saper comportarsi tenendo presenti i tempi lunghi, è una dote che ci differenzia fin da piccoli e che in seguito si rivela vantaggiosa nella società contemporanea, come mostrano le ricerche sulla psicologia degli investimenti. Chi è troppo sicuro delle proprie opinioni e valutazioni, fa turnover tra i titoli, tende a vendere quelli su cui guadagna, tenendosi quelli su cui sta perdendo. Chi si comporta così finisce per avere portafogli che vanno peggio e, soprattutto, a non affidarsi ai consulenti" (P. Legrenzi 2013). L'esperimento è disponibile su Youtube, "Kid Marshmallow Test"

Il test di Mischel è basato sulla gratificazione differita che, in termini finanziari, non è altro che l'idea dell'interesse.

"In principio era il verbo e il verbo portava interessi" ironizza con irriverenza Edward Chancellor nel suo libro che racconta la storia dell'interesse finanziario.

"Il prezzo del tempo" è un libro avvincente ma per i nostri ragionari è interessante la tesi dell'Autore a proposito del rallentamento dell'economia globale. Se Larry Summers riprende da Alvin Hansen l'ipotesi della "stagolazione secolare", per cui il calo della produttività è ascrivibile all'invecchiamento della forza lavoro, Edward Chancellor punta il dito sulle politiche monetarie che per così tanto tempo hanno tenuto i tassi di interesse artificialmente bassi.

Senza riprendere il modello del tasso di interesse naturale r^* del buon Wicksell, ci basti ricordare che al di sotto del tasso di interesse naturale si verifica l'inflazione e al di sopra si verifica invece la deflazione. È sempre arduo individuare il livello del tasso naturale r^* , ciò nondimeno è evidente che negli ultimi anni i tassi ne siano stati ampiamente al di sotto (salvo ritenere r^* uguale a zero) eppure non c'è stata traccia di inflazione fino al 2022, probabilmente innescata dal massiccio intervento di natura fiscale negli Stati Uniti.



Edward Chancellor "The Price of Time" (2022)

Siamo in una "terra incognita" anche per le banche centrali, alle prese con una serie di mali economici che Chancellor mette in evidenza e che aveva individuato anche Claudio Borio della Banca dei Regolamenti Internazionali.

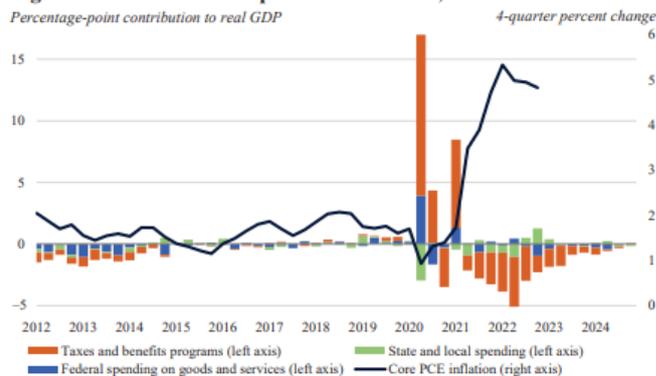
Un primo effetto negativo dei tassi bassi è stata l'allocazione dei capitali verso cattivi investimenti, i tassi inferiori al tasso naturale r^* costituiscono un ostacolo più basso, gli investimenti si indirizzano così verso progetti o asset con rendimenti attesi inferiori. Come conseguenza, ecco un secondo effetto negativo, il denaro a basso costo ha tenuto in vita aziende che in un contesto di tassi di interesse normali sarebbero fallite. Chancellor sostiene che la politica monetaria ultra accomodante ha tenuto in piedi migliaia di aziende "zombie" che concorrono a schiacciare verso il basso la produttività. I tassi bassi hanno consentito inoltre l'allungamento delle catene di fornitura globali ma, scriveva profeticamente, quando i tassi aumenteranno la globalizzazione subirà necessariamente una brusca retromarcia.

Ci troviamo esattamente a questo punto di svolta, il ritorno alla normalità dei tassi è come un assestamento di faglie geologiche che genera scosse in superficie, gli edifici più fragili si incrinano o crollano.

La crescita è da sempre funzione delle dinamiche del credito, l'aumento dell'erogazione creditizia costituisce un impulso positivo che alimenta l'attività economica, la crescita della domanda è più forte del trend. Al contrario, quando l'erogazione di nuovi prestiti si contrae si parla di impulso al credito negativo, la crescita della domanda è più debole del trend.

L'impulso del credito "po' esse fero e po' esse piuma", nel 2021 il massiccio stimolo fiscale dell'Amministrazione americana è stato "fero", probabile causa dell'innescare dell'alta inflazione (la linea nera nel grafico sotto).

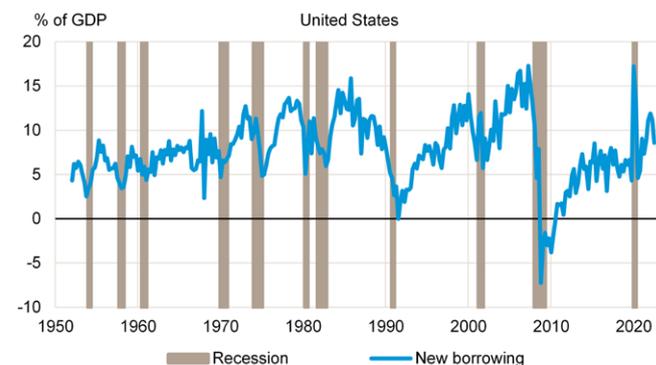
Figure 2-15. The Fiscal Impulse and Inflation, 2012-24



Sources: Hutchins Center at Brookings Institution; Bureau of Economic Analysis. Note: All values are seasonally adjusted.

L'impulso fiscale e l'inflazione in USA 2012-2024. Fonte Economic Report of the President, March 2023.

La vicenda della Silicon Valley Bank è stata un colpo duro per il sistema delle piccole banche americane, nel prossimo futuro saranno verosimilmente più conservative nell'erogazione dei prestiti e l'impulso al credito potrebbe indebolirsi ulteriormente, la crescita della domanda potrebbe contrarsi. A maggio la Fed potrebbe aumentare i tassi di un altro quarto di punto, la paura di una crisi bancaria sistemica è rientrata ma i rialzi dei tassi e le più severe condizioni del credito impatteranno sulla crescita.

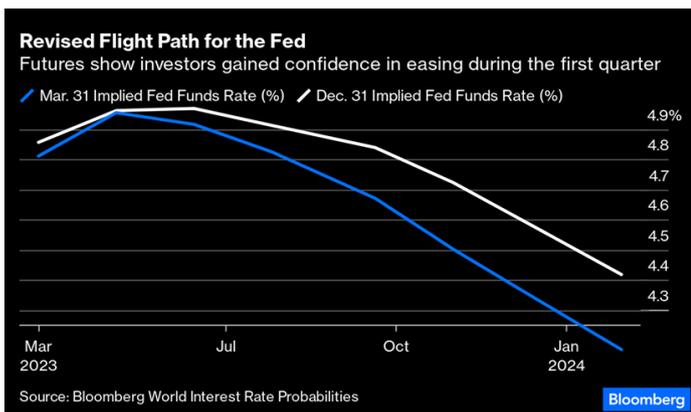


L'impulso al credito orienta la crescita economica. Fonte: GAM Investments, Haver Analytics, March 2023.

Per valutare il rischio di recessione teniamo d'occhio i consumatori americani, i loro acquisti rappresentano circa l'80% dell'economia: gli indicatori dei consumi di "piacere", come le prenotazioni di viaggi e ristoranti, sono robusti ma ricordiamo anche che le piccole banche rappresentano la gran parte del credito immobiliare e al consumo.

Nei mercati sembra tornata la razionalità, le ultime sedute della settimana scorsa hanno registrato il prevalere del principio di realtà sulle emozioni, sono tornati gli acquisti sui titoli azionari e sul settore bancario, siamo passati dalla domanda "chi sarà il prossimo", a "cosa accadrà al segmento delle obbligazioni AT1", fino alla più circoscritta "cosa accadrà alle obbligazioni AT1 svizzere".

A differenza del mercato azionario, quello obbligazionario prende sul serio il nuovo storytelling delle tensioni nel settore bancario e dell'economia verso la recessione. Rispetto a pochi mesi fa i prezzi dei futures scontano tagli dei tassi da parte della Federal Reserve entro la fine dell'anno, uno scenario che comporta rallentamento economico e inflazione sotto controllo.



Le aspettative implicite del mercato sui Fed Funds a fine 2022 e quelle del 31 marzo, è cresciuta la fiducia in tagli dei tassi prima della fine dell'anno. Fonte: Bloomberg, @johnnauthers.

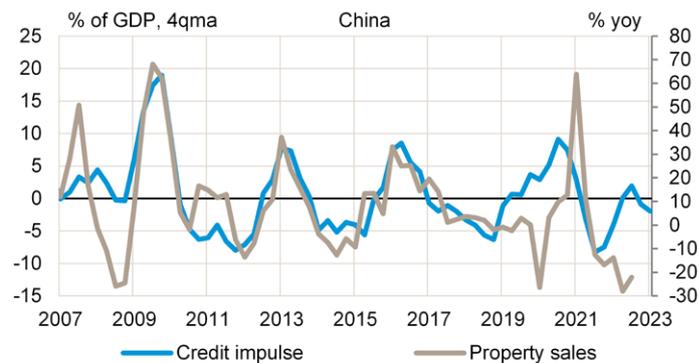
I fatti però mostrano uno scenario diverso, l'inflazione di base non mostra ancora una significativa decelerazione e di certo non aiuta la decisione a sorpresa dei paesi Opec+ dei tagli alla produzione di greggio, mentre scriviamo queste note il prezzo del petrolio è salito dell'8%.

Lo abbiamo ripetuto nelle ultime settimane e nelle tappe del nostro Roadshow, le previsioni sono scritte sulla sabbia, le narrazioni si avvicendano con insolita rapidità: siamo entrati nel 2023 con la recessione più annunciata della storia, in gennaio si è affermata l'idea del soft landing, poi quella di nessun atterraggio anzi "l'economia goldilocks è ancora qui". Verso la fine del trimestre è arrivato il terremoto delle banche negli Stati Uniti e in Europa, ora si torna a parlare di recessione.

I tassi stanno cominciando a pesare sulla crescita e gli impulsi al credito stanno rallentando un po' ovunque, la crisi bancaria affligge le economie avanzate ma non coinvolge i paesi emergenti dove, tra l'altro, l'inflazione sui beni alimentari sta decrescendo.

La Cina, il grande catalizzatore dell'area asiatica, sta cercando di sostenere la crescita in tutti i modi, l'obiettivo del governo è compensare la crescita insoddisfacente del 2022 con una crescita attorno all'obiettivo nell'anno in corso, meglio se sopra, anche di poco.

La domanda è se gli sforzi governativi si manifesteranno in un impulso positivo al credito. I nuovi prestiti sono stati deboli, ma le recenti misure politiche sembrano di supporto, l'attività dovrebbe riprendersi se l'impulso sarà positivo.



L'impulso al credito in Cina. Fonte: GAM Investments, Haver Analytics.

Merita un'occhiata anche l'Europa dove dopo i giorni di passione, nel tiro alla fune tra emotività e realtà, ha prevalso la seconda, gli operatori hanno realizzato che le banche entrate nelle cronache non sono i cavalieri dell'Apocalisse, il sistema bancario europeo è solido e il mondo non finisce né oggi né domani. L'indice MSCI Europe tratta a 12,5x gli utili (la media di lungo termine è di circa 15x) che sono attesi in crescita.

Dipendiamo dall'inflazione e dai dati, ripetono i banchieri centrali, L'atteggiamento dell'investitore nelle prossime settimane sarà ancora improntato alla pazienza e alla selezione attiva di investimenti di qualità, evitando di indulgere alle narrazioni semplificatorie. Meglio mantenere un approccio cauto almeno fino a quando il profilo delle nuove condizioni finanziarie sarà meno incerto, in una direzione o nell'altra.

La verità è più strana della finzione, diceva Mark Twain, "perché la finzione è obbligata ad attenersi alle possibilità, la verità no". Non c'è fretta per assumere nuovi rischi.

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.