

VIANDANTI NELLA NEBBIA

Raramente nei mercati finanziari le cose vanno come ci si aspetta, l'investitore è come un viandante che ha chiara la meta ma fa esperienza delle tappe del viaggio. In questa fase ciò che accade nelle economie avanzate condiziona i prezzi delle attività nelle economie emergenti, dove le prospettive di crescita sono migliori rispetto a quelle dei paesi avanzati

Circa quarant'anni fa di questi tempi, il 22 aprile 1980, Joe Granville avvisava i propri clienti "premium", quelli che pagavano un extra di 500 dollari per avere tempestivi "market alert" telefonici, di comprare azioni.

Il giorno dopo il Dow Jones saliva di oltre il quattro per cento. Mesi dopo, il 6 gennaio 1981, i telefoni squillarono di nuovo, questa volta il messaggio era opposto, vendere tutto perché "il mercato ha raggiunto il massimo". Puntuale, il giorno dopo il Dow chiuse a -2,5% con volumi doppi rispetto alla media giornaliera.

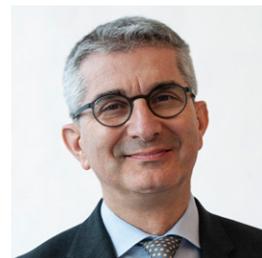
L'autore delle tempestive chiamate era Joe Granville detto "Calamity Joe", la sua abilità ravvivò l'antico dibattito tra capacità predittive e predizioni autoavveranti, era davvero possibile prevedere con affidabilità la direzione del mercato?

Naturalmente no, nel complesso il track record di Calamity Joe non era granché, molte delle sue previsioni si erano rivelate grossolanamente sbagliate, mancò del tutto lo storico rally del 1982, non comprese la portata delle misure anti-inflazione di Volcker e il suo posizionamento bearish costò una fortuna ai suoi abbonati.

La chiave del successo di Calamity Joe era la sicurezza, comunicava le sue indicazioni con assertiva baldanza, non c'era spazio per il dubbio. Ci aiuta a capire la psicologia cognitiva: il dubbio, il pensiero critico, il ragionamento per ipotesi nascono con la filosofia, sono fenomeni recenti, per migliaia di anni le tribù di cacciatori/raccoglitori affidavano la propria sicurezza a un capo, quanto più questi era (o sembrava) sicuro di sé, tanto più erano (o sembravano) elevate le probabilità di sopravvivenza.

Nelle condizioni di incertezza tipiche dei mercati finanziari riemergono le eco ancestrali del bisogno di protezione, si tende a credere a chi più di altri trasmette sicurezza, Granville era un modesto previsore ma un fantastico comunicatore.

Il futuro giace inconoscibile nel grembo di Giove, ricordiamo spesso su queste colonne, nessuno sa quale sia l'angolo dietro al quale si nascondono crisi inattese, dati economici sorprendenti in una direzione o l'altra, parole, opere e omissioni dei banchieri centrali. Raramente nei mercati finanziari le cose vanno come ci si aspetta, una condizione di incertezza radicale che dovrebbe essere di per sé sufficiente a incardinare gli investitori nelle nozioni di diversificazione non ingenua e di metodo.



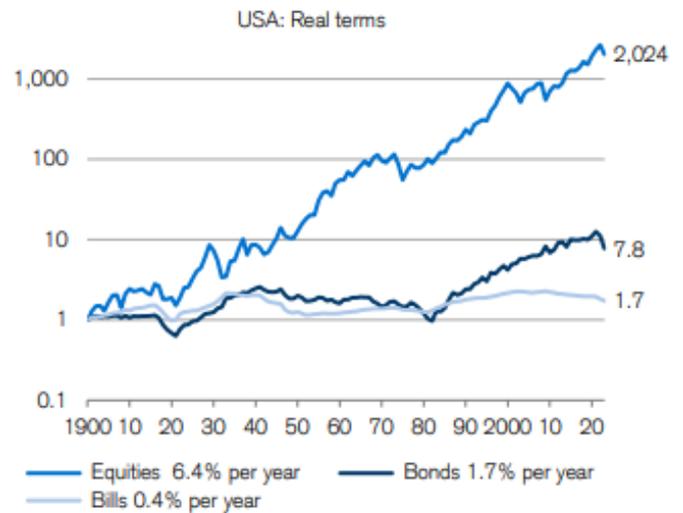
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.



C. D. Friedrich (1744-1840), "Viandante sul mare di nebbia". 1818, Hamburger Kunsthalle, Amburgo. Fonte: Wikipedia

L'investitore è come il viandante di Nietzsche, riconosce la finitudine del mondo e fa esperienza della casualità. La condizione umana che non conosce il suo avvenire può raffigurare anche l'attività di investimento, nel breve termine l'investitore è simile al viandante per il quale l'itinerario non è solo transito ma è esso stesso esperienza.

Nel lungo termine la meta coincide con gli obiettivi di investimento, qui le cose sono abbastanza semplici, la parte strutturale del portafoglio ha il compito di procurare la rivalutazione del capitale e di resistere alle temperie dei mercati, spiega come fare una vasta letteratura. La superiorità dell'investimento azionario nel tempo è confermata dalla pubblicazione "The Rate of Return on Everything 1870-2015" (The Quarterly Journal of Economics, aprile 2019), dalle dimostrazioni empiriche di Jeremy Siegel ("Stocks for the Long Run", 1994) costantemente aggiornate, dal "Global Investment Returns Yearbook" elaborato ogni anno da Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton e pubblicato dal Credit Suisse.



Rendimenti reali cumulati negli Stati Uniti. Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023 Summary Edition.

Investire in azioni è certamente rischioso, ignorare la crescita delle azioni nel lungo termine lo è ancora di più, in un prolungato periodo di tempo l'investimento azionario compensa sempre i capitali pazienti.

L'investitore-viandante è come Ulisse che non perde di vista la meta, Itaca, ma la sua odissea lo porta verso luoghi inattesi, attraversa esperienze imprevedibili.

In questi mesi lo scenario è stato scosso dalla crisi bancaria negli Stati Uniti, dai timori delle possibili conseguenze, dall'approssimarsi della "r-word", la parola che comincia con "r" e che non si può pronunciare, dalla resistenza appiccicosa dell'inflazione di base, dall'aumento delle tensioni internazionali. All'elenco di questi fattori di rischio si dovrebbe aggiungere l'azzardo della corretta interpretazione dello scenario, dall'andamento dei tassi (e la probabile sottovalutazione di ciò che farà la Fed) alle conseguenze della crisi bancaria negli Stati Uniti fino all'appuntamento, finora rimandato, con la recessione più annunciata della storia.

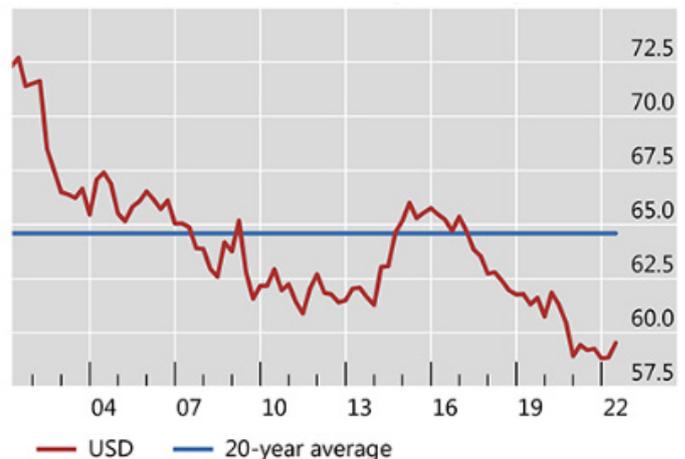
Se gli Stati Uniti sono alle prese con il calo graduale dell'attività economica, si presentano più favorevoli le prospettive per i paesi emergenti, aiutati dal ritorno della Cina, potente catalizzatore dell'economia dell'area e della crescita globale.



Jan Bruegel il Giovane (1601-1678), "Incontro tra viaggiatori". 1630, Bruxelles. Fonte: Artslife.

Nei paesi del sud del mondo c'è effervescenza, dopo l'Arabia Saudita anche il Brasile di Lula allenta la relazione con Washington e si avvicina a Pechino. Dilma Rousseff, poche settimane fa eletta presidente della New Development Bank, non ha perso tempo nel manifestare la volontà di sottrarre il Brasile e gli altri paesi emergenti all'influenza del dollaro. In una intervista a un media cinese, la neo-presidente ha detto che "è necessario trovare il modo di evitare il rischio di cambio e altri problemi, come la dipendenza da un'unica valuta, il dollaro USA". I candidati alla sostituzione del biglietto verde, nell'interscambio dei paesi membri della banca, sono il renminbi cinese e il real brasiliano. La New Development Bank, istituita nel 2015 dai paesi "BRICS" come risposta indipendente alla Banca Mondiale, farà la sua parte, nel quadriennio 2022-2026 il 30% dei prestiti erogati dovrà essere in valute locali.

L'erosione dell'influenza politica americana sembra andare di pari passo con l'erosione di quello che Giscard d'Estaing negli anni Sessanta definiva "l'esorbitante privilegio" del dollaro. Lo status di valuta di riserva è stato intaccato dall'inizio della guerra, le sanzioni adottate nei confronti della banca centrale russa hanno fatto suonare più di un campanello di allarme. I paesi del Sud del mondo detengono in dollari americani una vasta parte delle loro riserve e hanno cominciato a vendere: la quota di dollari nelle riserve globali è scesa sotto il 60%, "una delle quote più basse degli ultimi vent'anni" scrive la Banca dei Regolamenti Internazionali.



Porzione di dollari usa nelle riserve ufficiali globali. Fonte BIS, Dec 2022.

L'affievolimento della dipendenza dal dollaro mitigherebbe per le economie emergenti i rischi di cambio e faciliterebbe l'accesso al credito, ma è altrettanto vero che l'obiettivo della de-dollarizzazione è ancora lontano, la debolezza delle ragioni di cambio non va confusa con la funzione di valuta di riserva globale.

I paesi avversari degli Stati Uniti ritengono che la de-dollarizzazione sia l'inevitabile esito di un mondo multi-polare. Da Bretton Woods ci separano ottant'anni ma è come se fossero due secoli, il mondo è cambiato radicalmente, i primi colpi all'ordine monetario stabilito nel 1944 furono il regime di cambi flessibili introdotto nel 1971 e poco più tardi la libera circolazione dei capitali, ora la Banca Mondiale è sfidata dai nuovi contendenti come la New Development Bank o la Asian Infrastructure Investment Bank sponsorizzata dalla Cina.

Può darsi che la progressiva perdita di influenza del dollaro possa essere l'esito naturale dello scorrere della storia, al momento però il problema della de-dollarizzazione non è nel dollaro ma nei contendenti che vorrebbero sostituirlo. È vero, il renminbi sta guadagnando di quote di mercato, Pechino regola gli acquisti di petrolio con la propria valuta, nel 2018 ha istituito una propria borsa merci a Shanghai dove i contratti futures sul petrolio, in dollari in tutte le altre borse del mondo, sono regolati in renminbi. Ma si tratta di quantità irrilevanti rispetto alla totalità del mercato.

C'è poi un altro aspetto che è stato messo in rilievo da Paul McNamara di GAM Investment in un recente editoriale sul Financial Times. I paesi "Brics" non costituiscono un'area valutaria ottimale, sono economie "drammaticamente diverse in termini di commercio, crescita e apertura finanziaria" e la Cina ha un ruolo dominante. Dal 2003 la quota dei paesi Brics della produzione globale a prezzi di mercato è passata dall'8,4 al 25,5%, "di questo aumento di 17,1 punti percentuali, la Cina rappresenta 14 punti" scrive McNamara, "l'alternativa agli Stati Uniti non è un gruppo diversificato di Paesi in crescita, ma essenzialmente un Paese solo, la Cina ... nel cercare di sfidare l'egemonia statunitense negli scambi con l'estero, i membri non cinesi dei Paesi del gruppo potrebbero solo aumentare la loro dipendenza da Pechino".

L'economia cinese compete con quella americana ma le performance economiche non bastano. Ogni valuta esprime il portato anche non economico dei vari paesi, fatto da istituzioni, ordinamenti, culture politiche. Dietro al dollaro ci sono libere istituzioni democratiche, lo stato di diritto, la tutela della proprietà, le libertà individuali, la libera impresa e il mercato da cui discendono la libera convertibilità della valuta. Valori che hanno ovviamente a che fare con la crescita economica ma che non sono squisitamente economici.

Prima o poi anche il dollaro perderà il suo esorbitante privilegio, la gloria degli uomini (e delle valute) è destinata a passare, direbbe il disincantato Qoelet, è successo un secolo fa alla sterlina e succederà in futuro anche al dollaro. Ma quel futuro è ancora lontano, non sarà facile abbandonare la divisa che tutti cercano quando le cose si mettono male.

Nel futuro prossimo invece, il tasso di cambio del biglietto verde con le altre valute sembra fronteggiare una fase di perdurante debolezza che avvantaggia gli asset europei ed emergenti. Il PIL cinese è cresciuto nel primo trimestre del 4,5% su base annua grazie all'impennata dell'export, agli investimenti in infrastrutture e ai consumi al dettaglio. È un valore sopra le attese ma ancora al di sotto dell'obiettivo del 5% fissato dal governo, teniamo però conto che siamo ancora al primo trimestre, le performance sono previste in miglioramento nel corso dell'anno, la volontà politica del governo è chiara, se la crescita dello scorso anno è stata molto al di sotto dell'obiettivo, quest'anno l'obiettivo del 5% andrà trapiantato per non peggiorare il tasso di crescita di lungo termine.

Anche l'inflazione delle economie emergenti dovrebbe dare segnali di marcata discesa in virtù dell'effetto base dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari. Le performance economiche della Cina e dell'area sono state puntualmente registrate dalle performance finanziarie, l'indice GBI Emerging Market (EM) Global Diversified di JPMorgan è cresciuto di poco più del quattro per cento e i listini azionari, dopo un gennaio effervescente e un febbraio di prese di profitto, chiudono il trimestre sul 4%. I mercati emergenti continuano a essere interessanti, le loro prospettive di crescita migliori di quelle dei mercati sviluppati.



J.L.E. Meissonier (1815-1891), "Sosta in una locanda". 1863, Collezione Wallace, Londra. Fonte: Wikipedia

Il calo dei mercati azionari lo scorso anno e le prospettive di rallentamento nei prossimi mesi costituiscono un'altra tappa nell'itinerario odisseo dell'investitore-viandante, i mercati emergenti forniscono l'isola dove trovare sollievo, le valutazioni sono estremamente interessanti, a forte sconto rispetto ai listini dei paesi avanzati, dalla loro non ci sono soltanto i noti fattori strutturali di demografia, urbanizzazione e scolarizzazione ma anche il momentum economico e l'interesse degli investitori.

"Viandante, sono le tue impronte

il cammino, e nulla più;

viandante, non esiste sentiero:

si fa strada con l'andare"

Il sentiero si fa mentre si cammina, ci ricorda il poeta-viandante Antonio Machado. Torneremo a parlarne.

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.