

OTTIMISMO E PESSIMISMO

La settimana appena trascorsa potrebbe aver segnato il punto di svolta dei tassi, la pausa presa dalle banche centrali potrebbe essere l'inizio di una nuova fase. Il registro della comunicazione dei banchieri centrali resta però improntato al rigore, loro stessi non hanno certezze sullo scenario, il rischio geopolitico è alto, gli errori del recente passato sono un monito alla prudenza, a quanto sia arduo anticipare la direzione del ciclo economico

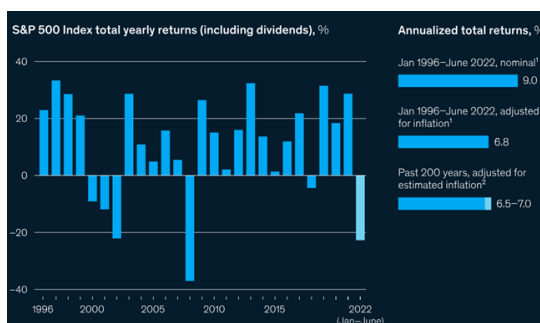
Il pessimista è un ottimista con esperienza.

Se il vecchio adagio fosse vero, i mercati finanziari sarebbero abitati in larga parte da persone prive di esperienza visto che il sentimento prevalente è l'ottimismo.

Sappiamo che naturalmente non è così, agli operatori non manca l'esperienza e sono tutti lontanissimi dall'ottimismo del Candido di Voltaire, quello innervato dall'infatuazione "che non si addice all'uomo di ragione", come direbbe Norberto Bobbio. Nessuno prende posizioni sulla speranza che "andrà tutto bene".

L'ottimismo che prevale nei mercati è quello che deriva proprio dall'accumulo di esperienza, un ottimismo che poggia sul convincimento che il tempo è più importante del tempismo ("timing"), che il pessimismo, o perlomeno il suo eccesso, alimenta le paure e diventa un velo che offusca la percezione della realtà.

Se prendiamo i grafici di lungo periodo dello S&P 500, si nota come i periodi di espansione siano più lunghi e durevoli delle fasi di declino.



Performance annua dello S&P 500 (compresi dividendi, fonte McKinsey, Damodaran Online, Fed St. Louis, Jeremy Siegel "Stocks for the Long Run" 2014)

L'ottimismo fece "girare" Wall Street nell'estate del 1942, quasi che una intelligenza collettiva avesse preavvertito che la battaglia del Mar dei Coralli e la battaglia delle isole Midway avrebbero segnato il punto di svolta del conflitto mondiale. Nella storia recente, i mercati sono saliti dal 2009 al 2020, c'è stata la pausa nelle settimane della Grande Ansia per la pandemia, hanno poi ripreso a salire trascinati dai titoli della tecnologia e hanno interrotto la corsa nello scorso agosto.

Non è mancato l'ottimismo nel corso del 2023, a inizio anno si pensava che l'aumento del costo del denaro avrebbe frenato, più o meno bruscamente, l'attività economica e le banche centrali sarebbero state costrette a invertire la rotta della politica monetaria.



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

La guerra in Ucraina e le politiche monetarie restrittive non hanno scoraggiato l'economia, nel corso dei mesi l'appuntamento con la recessione è stato via via rimandato e quello che avrebbe dovuto essere l'anno delle obbligazioni si è trasformato in una disfatta, lo storico Niall Ferguson ha scritto che per i titoli governativi americani questo è l'anno peggiore dal 1871.



Giacomo Balla (1871-1958), Pessimismo e Ottimismo (1923, Galleria Nazionale d'Arte Moderna, Roma)

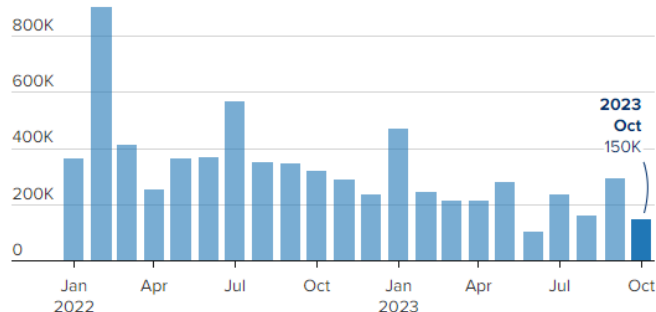
In questa parte finale dell'anno si cominciano ad avvertire gli effetti dei tassi più alti. In ottobre i nuovi posti di lavoro non agricoli sono stati inferiori alle attese e il Bureau of Labor Statistics ha rivisto al ribasso anche le cifre dei due mesi precedenti. Il tasso di disoccupazione è salito, il tasso di partecipazione alla forza lavoro è sceso leggermente e le paghe orarie, il cui valore medio è monitorato dalla Fed con attenzione, sono cresciute meno del previsto. Su questi dati che confermano lo scenario di un raffreddamento senza recessione, i mercati hanno ridotto la probabilità di un rialzo dei tassi in dicembre.

Nei giorni scorsi c'è stato il poker delle banche centrali, BCE, Banca del Canada, Banca d'Inghilterra e Federal Reserve hanno tutte deciso di prendersi una pausa nella politica restrittiva, pausa che potrebbe perdurare nei prossimi mesi segnando di fatto l'attesa cesura con la fase precedente.

Anche la sorprendente crescita del terzo trimestre potrebbe essere l'ultimo dato scintillante, i consumatori americani cominciano a fare i conti con il maggior costo del denaro, i loro acquisti perderanno slancio, ci sono segnali di rallentamento nel manifatturiero, sono aumentate le richieste di sussidi alla disoccupazione.

Certo, il registro comunicativo di Christine Lagarde, Andrew Bailey e Jerome Powell resta orientato al rigore, i ripetuti riferimenti alla possibilità di ulteriori aumenti dei tassi hanno lo scopo di curvare le aspettative sull'inflazione futura, tenere sulla corda gli investitori, scoraggiare gli eccessi di entusiasmo che, alimentando gli acquisti, farebbero scendere i rendimenti mitigando troppo presto le condizioni finanziarie.

I mercati hanno salutato con favore anche gli annunci del Dipartimento del Tesoro relativi alle prossime emissioni di debito. Informazioni che fino a pochi mesi fa sarebbero rimaste confinate nel perimetro di un interesse tecnico hanno acquisito rilevanza generale. In agosto, l'annuncio che le emissioni sarebbero state massicciamente aumentate per finanziare la spesa federale aveva spinto i rendimenti delle scadenze più lunghe ai massimi degli ultimi sedici anni. Mercoledì invece, il Tesoro ha comunicato i cambiamenti nel piano di indebitamento, le emissioni con le scadenze più lunghe saranno inferiori a quanto annunciato, il fabbisogno verrà fronteggiato da maggiori emissioni sulla parte corta e mediana della struttura delle scadenze. Il cambio di strategia ha aiutato il rientro del rendimento del Treasury a dieci anni verso il 4,7%.



Nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti. Fonte: CNBC, US Bureau of Labor Statistics, grafico Gabriel Cortes.

È stata una settimana importante anche per la borsa americana, la miglior settimana dell'anno mentre proseguono le pubblicazioni degli utili trimestrali. Al netto di qualche delusione su alcune delle "Big Seven", su oltre il 50% dei risultati trimestrali pubblicati, le sorprese positive sono state attorno al 78%, sopra la media decennale di 75%. In aggregato, gli utili del terzo trimestre stanno superando le attese del 7,7%, in buona misura grazie ai risultati delle "mega-cap" della tecnologia e delle comunicazioni.

Se non ci saranno sorprese, il terzo trimestre sarà il primo con crescita positiva degli utili dallo scorso anno e potrà segnare la fine della cosiddetta "recessione degli utili".

Ma non è questa la ragione per cui la settimana scorsa potrebbe essere ricordata come un punto di svolta nella narrazione del 2023. Il motore dei listini, che sembrano essere arrivati al termine della recente correzione, restano le politiche monetarie e i tassi di interesse.

La fine del ciclo di rialzo dei tassi sta alimentando l'ottimismo nei mercati obbligazionari e se la copertina di Barron's di giugno, "Il mercato ha gambe" è invecchiata male, potrebbe avere miglior fortuna la copertina dell'ultimo numero, "È il momento di comprare bond".



Barron's, copertina 30 ottobre 2023

La discesa lenta ma costante dell'inflazione, la pausa sui tassi che prelude al cambio della politica monetaria favoriscono le condizioni per un rilassamento nei mercati, le borse stanno dimostrando una sorprendente capacità di recupero. L'ottimismo si spinge a prevedere forti segnali di acquisto sulle azioni americane, un indicatore di Bank of America che misura il sentiment "contrarian" avverte che si stanno approssimando segnali rialzisti e prevede rialzi nell'ordine del 15% per lo S&P 500 nel 2024.

Il mutamento del sentiment fa comunque i conti con generose dosi di incertezza e con il rischio di eccesso di ottimismo, altrettanto pericoloso come il suo opposto, l'eccesso di pessimismo.

La lettura della realtà attraverso le lenti dell'ottimismo panglossiano potrebbe trascurare la mutevolezza della direzionalità dei tassi, variabile sfuggente su cui possono sbagliare, e hanno sbagliato, tutti, dai banchieri centrali agli operatori più esperti.



Marc Chagall (1887-1985), pittore dell'ottimismo, La Passeggiata (1918, Museo Nazionale Russo, San Pietroburgo)

Abbiamo ricordato sopra come il linguaggio dei banchieri centrali resti improntato al rigore per non alimentare facili entusiasmi. C'è un altro motivo per cui Powell, Lagarde e gli altri ribadiscono di non escludere nuovi aumenti dei tassi, ed è la loro insicurezza, soprattutto dopo gli errori nella valutazione del rischio di inflazione e i ritardi nella risposta. L'inflazione non è ancora arrivata al desiderato 2%, non ci sono ancora sufficienti informazioni per poter concludere che siamo davvero al punto di svolta, il rischio di imprevedibili nuove turbolenze nello scenario geopolitico è alto.

Per il Financial Times "le banche centrali sono a un 'punto di flesso' ma di minima, non di massima fiducia nel possibile outlook", il quotidiano riporta l'opinione di un esperto del PIIE: "quando sai di essere dietro la curva e aumenti i tassi per recuperare in fretta il ritardo, sei fiducioso di stare facendo la cosa giusta, ma quando arrivi al punto in cui pensi di aver fatto abbastanza, è lì che diventi meno sicuro della mossa successiva. Questo è il punto in cui si trovano adesso i banchieri centrali".

Non è possibile prevedere quale sarà il movimento dell'inflazione e dei tassi nel prossimo futuro, Barron's potrebbe aver ragione ma le numerose e diverse fonti di rischio aumentano le probabilità di esiti tra loro diversissimi. Per gli obbligazionisti gli ultimi due anni sono stati i peggiori in oltre un secolo, scommettere sulla sola direzionalità è azzardato, diversificare le fonti rischio una raccomandazione aurea.

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.