

LA FABBRICA DEGLI IMPREVISTI

In Medio Oriente “la guerra invisibile” tra Israele e Iran emerge in superficie con tutta la sua pericolosità. La prima reazione dei mercati sembra escludere l'escalation del conflitto ma restano le ragioni di cautela mentre l'inflazione americana cambia nuovamente lo scenario delle aspettative



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

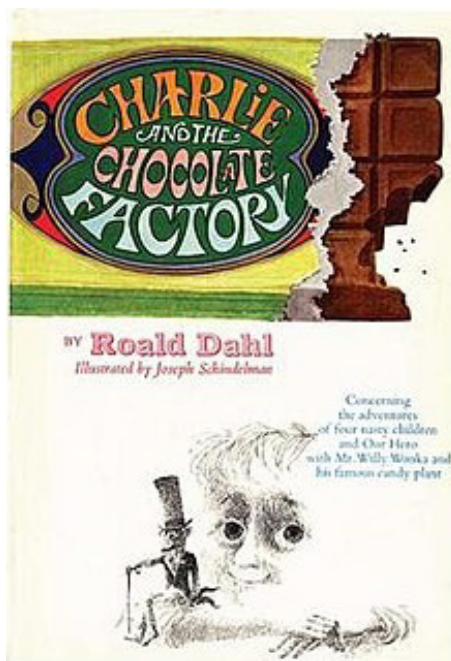
Leggerezza, esattezza, rapidità ... nell'elenco delle categorie estetiche magistralmente presentate da Italo Calvino nelle sue Lezioni Americane, non c'è la sorpresa.

Eppure la sorpresa è la cifra stilistica di un suo grande romanzo.

“Stai per cominciare a leggere il nuovo romanzo ‘Se una notte d'inverno un viaggiatore’ di Italo Calvino. Rilassati. Raccogliti. Allontana da te ogni altro pensiero. Lascia che il mondo che ti circonda sfumi nell'indistinto”.

È un incipit celebre, l'invito diretto coglie il lettore di sorpresa, non sa a chi si stia rivolgendo l'Autore, se a lui stesso o a qualcun altro. Procedendo nella lettura si scopre che in effetti c'è un Lettore, il protagonista del romanzo, che incontra una Lettrice e se ne innamora: Le vicende dei due si mescolano con la storia del viaggiatore in un intreccio singolare, i piani narrativi si intersecano e sorprendono.

La sorpresa è la cifra stilistica di Roald Dahl, autore di libri per ragazzi, poco conosciuto dal grande pubblico che però conosce il suo libro più venduto, “La Fabbrica di Cioccolato”. La visita dei ragazzi alla fabbrica di Willi Wonka è una continua sorpresa, il romanzo procede in un meccanismo narrativo perfetto perché gli imprevisti affascinano, per gli esseri umani gli eventi inattesi sono sempre stati motivo di curiosità e fonte di inquietudine.



“Ma c'era anche un'altra cosa che gli adulti sapevano: che per quanto piccola possa essere la possibilità di essere fortunati, la possibilità c'è. La possibilità doveva esserci”. R. Dahl “La fabbrica di cioccolato” (nella foto la Prima edizione di “Charlie and the Chocolate Factory” del 1964)

Roald Dahl e Italo Calvino dovrebbero essere tra gli scrittori preferiti e più letti dagli investitori, costantemente alle prese con imprevisti, sorprese, novità.

Daniel Kahneman, che L'Alpha e il Beta ha ricordato la settimana scorsa, è stato tra i primi a indagare la naturale riluttanza ad affrontare l'inatteso e lo ha fatto partendo da una dolorosa esperienza personale.

Un suo nipote, in servizio nell'esercito israeliano, rimase ucciso in un incidente aereo. Il giovane aveva più volte rischiato la morte durante la guerra dello Yom Kippur ma l'incidente fatale si verificò pochi giorni prima del congedo. Osservando il dolore dei familiari, lo psicologo notò che l'impulso a cancellare il passato procedeva attraverso i tanti possibili "What-if": se il velivolo fosse stato guidato da un pilota più esperto? Se il giovane fosse stato congedato una settimana prima? E se ..?

Molti e possibili scenari immaginari che incuriosirono Kahneman e ne influenzarono la ricerca. Esistono due sé, spiega Kahneman, il sé che vive gli eventi mentre accadono e il sé che li ricorda. Ma le due esperienze non coincidono, i ricordi sono imprecisi, si tende a ricordare la fine dell'esperienza o le sensazioni che ha lasciato ma il più delle volte si dimentica l'esperienza completa.

Una delle insidie dell'investitore si annida qui, nell'imprecisione del ricordo; la memoria selettiva è una insidia pericolosa nella gestione del denaro, non è facile ricordare sempre che dimentichiamo molto.

E che non è mai "diverso"!

Non è diverso neppure questa volta. Le aspettative sono state nuovamente smentite, le previsioni ribaltate e, per non farci mancare nulla, in Medio Oriente prendono forza i venti di guerra, "la guerra invisibile" tra Iran e Israele, in realtà mai stata tale, emerge in superficie con tutta la sua pericolosità.

La prima reazione dei mercati, lunedì mattina, sembra escludere una immediata escalation del conflitto, non ci sono tensioni sul prezzo del petrolio né sui listini, resta comunque la preoccupazione per eventuali shock dell'offerta in un momento in cui le scorte di petrolio sono al livello più basso degli ultimi anni.

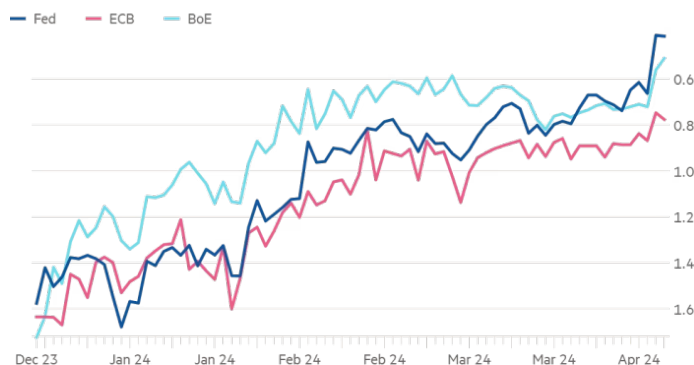
La crisi in Medio Oriente entra a piedi uniti anche nella competizione elettorale negli Stati Uniti, Biden dovrà misurare azioni e parole, non vuole presentarsi all'appuntamento elettorale con il Paese coinvolto in un conflitto mentre nell'elettorato si allargano le opinioni negative sulle condizioni economiche. L'inflazione torna a sorprendere ma per i motivi sbagliati, i prezzi dei carburanti, i mutui e gli affitti hanno fatto salire l'inflazione oltre le attese per il terzo mese consecutivo, la "più iniqua delle tasse", per dirla con Luigi Einaudi, continua ad accanirsi contro le fasce più deboli.

L'ultimo sondaggio condotto dall'Università del Michigan sui consumatori evidenzia che la percezione delle condizioni economiche è scesa a 79,3 nel rapporto preliminare di aprile, rispetto a 82,5 di marzo. La causa è l'aumento delle aspettative dell'inflazione, la sua decelerazione sembra essersi arrestata e si allontana il momento in cui la Federal Reserve comincerà a diminuire il costo del denaro, atteso da famiglie e imprese indebitate.

Come in "Se una notte d'inverno un viaggiatore", c'è una storia nella storia, a gennaio erano attesi sei, sette tagli dei tassi di interesse da parte della Fed nel 2024, oggi i prezzi dei Fed Funds ne scontano meno di due, Larry Summers non esclude che il prossimo intervento della Federal Reserve sia addirittura nella direzione opposta. Il mercato ha reagito secondo il manuale, le azioni hanno corretto, il dollaro si è rafforzato, il titolo a dieci anni americano è scambiato a 4,5%, la scadenza a due anni, più sensibile al movimento dei tassi, è attorno a 4,95%.

Markets have dramatically reduced rate cut bets this year

Cuts priced by end of 2024 (percentage points)



Source: Bloomberg

© FT

Drasticamente ridotte le aspettative sui tagli dei tassi nel 2024. Fonte: Financial times, Bloomberg.

Il sentiment è cambiato, il "più a lungo" promesso nel 2023 sembra durare "più a lungo" di quanto previsto o, meglio, sperato: i mercati sono strutturalmente programmati nella modalità dell'ottimismo e la memoria selettiva aveva cancellato la nozione dei tassi mantenuti alti "più a lungo".

Il cambio di aspettative ha innescato le vendite e fatto salire i rendimenti ma, ecco il punto, l'inflazione si accompagna all'attività economica, se l'economia è forte l'inflazione diminuisce il peso reale dei debiti e non è un fenomeno drammatico per le aziende. Le azioni comincerebbero a soffrire l'effetto spiazzamento se il rendimento del Treasury raggiungesse il 5%.

Da questa parte dell'Atlantico non ci sono state sorprese nell'inflazione, in lenta discesa verso l'obiettivo (2,4% rispetto al precedente 2,6%), né ci sono state sorprese nell'esito della riunione della Banca Centrale Europea che ha mantenuto invariati i tassi di interesse.

Rispetto al passato c'è stato però un cambiamento di linguaggio, il taglio dei tassi è ritenuto "molto appropriato", Christine Lagarde ha messo in evidenza il rallentamento della crescita dei salari ed ha aggiunto che "i rischi per la crescita economica rimangono inclinati al ribasso".

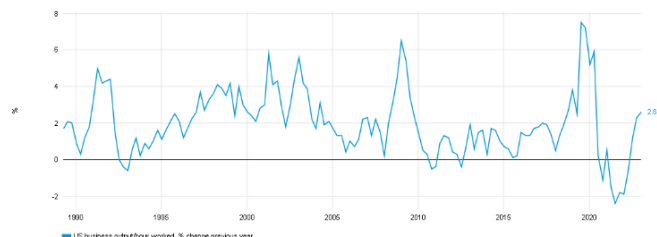
L'aver ripetuto più volte che la banca centrale resta "data dependent" e non "Fed dependent" è sembrato un doppio messaggio: uno esplicito, è stata ribadita l'ovvia indipendenza della banca centrale, e uno più criptico, a differenza del passato è molto probabile che potrebbe essere la BCE e non la Fed a dare l'avvio al ciclo di allentamento.

L'Alpha e il Beta lo ha scritto e ripetuto nei mesi scorsi, è molto difficile prevedere l'andamento dell'inflazione, grandezza economica complessa e sfuggente, sarebbe stato un errore costruire l'allocazione tattica dei portafogli scommettendo sulla direzionalità dei tassi.

In ogni caso, restiamo del parere che il rialzo dei tassi è un fatto incontrovertibile con cui aziende e famiglie dovranno fare i conti, l'esuberanza del mercato azionario potrebbe esaurirsi e, nel lungo termine, la crescita tenderà a indebolirsi strutturalmente.

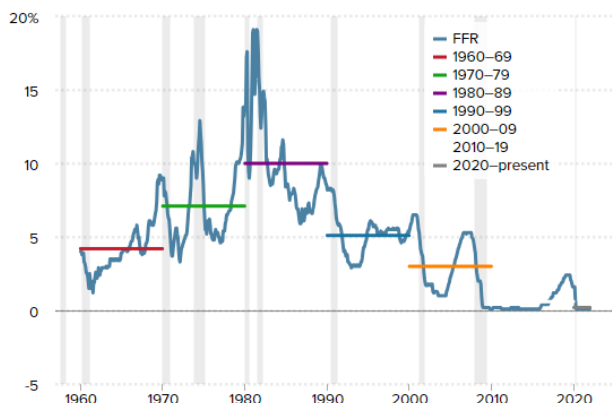
Non mancano motivi per cui preoccuparsi, l'ansia per quello che potrà accadere nelle prossime settimane o mesi, la guerra commerciale in corso tra Stati Uniti e Cina, l'andamento erratico dell'inflazione, la concentrazione delle performance in una manciata di titoli, negli Stati Uniti come in Europa, condizione in netto contrasto con la regola aurea della diversificazione

From 30 Mar 1990 to 31 Dec 2023



La stabilizzazione delle catene della fornitura e l'AI hanno contribuito al recupero della produttività negli Stati Uniti. Fonte: GAM Investments, Bureau of Labor Statistics. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Effective federal funds rate, actual and decade averages, 1960–2021



Il rallentamento della domanda comporta la necessità di tassi d'interesse sempre più bassi nel corso del tempo. Fonte: A. Banerjee, J. Bivens "Will secular stagnation return? The stakes for current economic debates and fiscal policy", Economic Policy Institute, 2022.

Una delle molte lezioni apprese durante la bolla "dot-com" degli Anni Novanta è la diffidenza verso coloro che parlano di "nuovi paradigmi", di "diversità" di certe condizioni rispetto al passato. In queste ore sono stati superati nuovi limiti, qualcuno parla di "futuro più imprevedibile". Non è vero o, per lo meno, oggi il futuro non è più imprevedibile di quanto lo fosse ieri.

L'investitore sarà sempre alle prese con scenari incerti, cangianti, impegnativi, il rialzo dei corsi fa sembrare le cose semplici, ma solo dopo.

A differenza degli anni Novanta, le società leader del listino sono società vere che fanno utili veri, la Rivoluzione Digitale 4.0 e l'intelligenza artificiale stanno cambiando in modo radicale modelli di lavoro e processi, dalla metà del 2022 negli Stati Uniti l'output per ora lavorata è costantemente migliorato, una spiegazione convincente di come l'economia americana sia cresciuta senza ulteriore inflazione.

In questa fase non sappiamo se il mondo sia sulla cuspide della crisi o sull'orlo del baratro, non sappiamo se i mercati siano in procinto di proseguire la fase di crescita sostenuta dalla tecnologia o prossimi al suo rovinoso arresto.

Per poter progredire da qui in avanti, a questi livelli di valutazione le società americane esigono condizioni estremamente favorevoli e l'inflazione e le prospettive dei tassi costituiscono un ostacolo agli utili societari. La mitigazione del rischio con le azioni europee, a sconto rispetto a Wall Street, potrebbe essere un rimedio efficace.

Ne parleremo la settimana prossima.

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.