

INCERTEZZA RADICALE

Torna L'Alpha e il Beta. Nel primo numero dell'anno si parla di "incertezza radicale", concetto elaborato negli anni Venti da Keynes e Knight e ripreso di recente da Mervin King, ma anche di faglie di lungo termine e di elementi costruttivi

Il 7 gennaio 1973 il New York Times pubblicava, nella sezione "Economic Survey", le previsioni economiche del nuovo anno. Gli esperti erano tutti d'accordo, il 1973 sarebbe stato un anno bellissimo (già, si diceva anche allora). Il capo della redazione economica del giornale, Thomas Mullaney, cominciava il suo editoriale scrivendo che "gli Stati Uniti sono nel bel mezzo di un nuovo boom economico che potrà rivelarsi superiore in ampiezza e forza a qualsiasi altra fase espansiva della loro storia". Anche Alan Greenspan, all'epoca partner della società di consulenza Townsend, Greenspan & Co. dichiarava il suo ottimismo nella forza dell'economia e della borsa americane.



Dalle pagine interne del New York Times del 7 gennaio 1973

Ma dopo lo scintillante primo trimestre, con la crescita economica sparata al tasso annualizzato di oltre il 10%, le cose presero una direzione diversa, la guerra del Kippur e l'embargo dei paesi produttori di petrolio fecero il resto. Nel primo trimestre del 1974 la crescita economica americana fu negativa di tre punti percentuali, la borsa si avvìò nel periodo peggiore della sua storia dopo gli anni della Grande Depressione.

Una previsione sbagliata non equivale allo stigma. Mullaney era un fior di giornalista, entrato al New York Times ventenne, fu a capo della redazione economica per tredici anni. Greenspan, capo della Federal Reserve dal 1987 al 2006, non ha bisogno di presentazioni.

Nella trappola di qualche parola di troppo cadde anche Irving Fisher. Tra i primi economisti ad aver intuito e formalizzato il ruolo della quantità di moneta nel sistema economico, Fisher è più spesso ricordato per quella avventata dichiarazione nell'ottobre 1929 sul livello "stabilmente alto" dei prezzi azionari.

Poche settimane prima, un certo Roger Babson, curatore di una newsletter finanziaria a pagamento, aveva avvisato che di lì a breve in borsa si sarebbe verificata "un'ondata di panico senza precedenti".

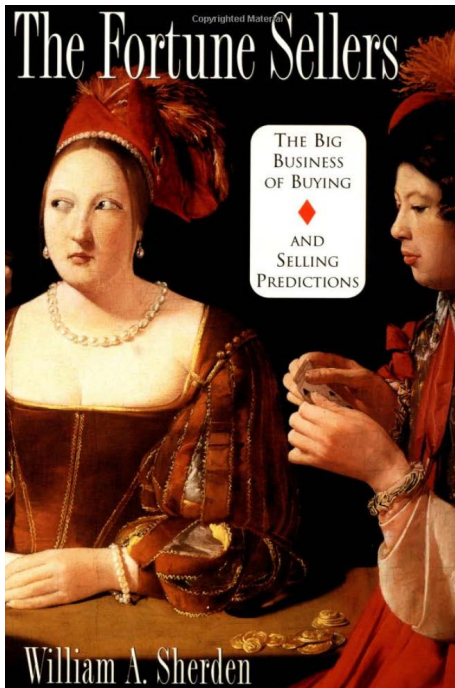
La storia diede ragione a Babson mentre il povero Fisher, è il caso di dirlo, sinceramente convinto di quanto sosteneva, nel crollo del '29 perse tutti i suoi risparmi (vedi anche L'Alpha e il Beta del 12.1.2015).

Il punto è che le previsioni economiche, e in modo particolare quelle sui mercati, sono scritte sulla sabbia del gatto, precarie come le foglie sugli alberi d'autunno di Ungaretti, si disperdono al primo refolo di notizie sgradevoli. Fisher resta "il più grande economista americano", come lo definirono Schumpeter e Milton Friedman, Babson era bravo soprattutto nella promozione di se stesso, non nel vaticinare il futuro.



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

Dai tempi di Fisher e Babson le tecniche di analisi hanno fatto giganteschi passi in avanti, l'industria delle previsioni vale centinaia di miliardi di dollari. In effetti, senza previsioni sarebbe impossibile valutare i rischi e gli scenari, non si potrebbero prendere decisioni di politica fiscale o monetaria, le imprese non potrebbero pianificare le proprie azioni sul mercato.



Nessuno può predire il futuro concludeva William Sherden nel suo libro del 1998. Coloro che “vendono la sorte” forniscono un bene che siamo tutti ansiosi di possedere, la conoscenza del futuro

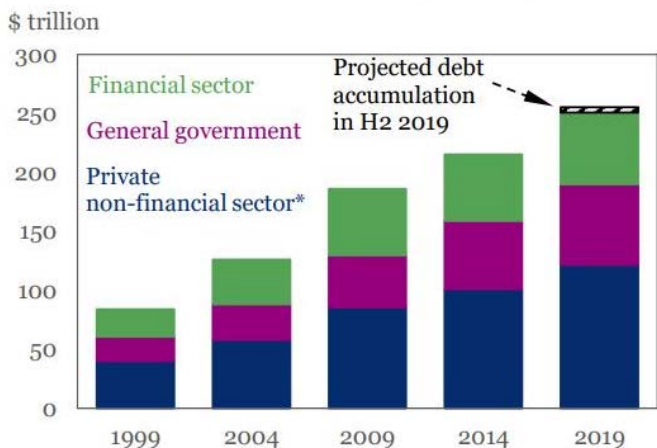
Qualche anno fa Papa Benedetto XVI scrisse che “la nostra speranza non fa conto su improbabili pronostici e nemmeno sulle previsioni economiche, pure importanti” dove il riconoscimento finale dell'importanza delle previsioni non nascondeva il fatto che anche il Papa invitasse a diffidare in pari misura di maghi e di economisti!

Ma non è compito loro fare previsioni. Come ricordato in passato in queste colonne, l'economista è più vicino al filosofo che al meteorologo, nel senso inteso da Adorno e Benjamin, per i quali la filosofia ha il compito di mostrare le contraddizioni nascoste dalla realtà.

Proviamo allora a delineare non cosa accadrà nel 2020 ma semmai quali siano le possibili contraddizioni con cui continueremo a fare i conti.

Tra le molte faglie che potranno generare scosse e sorprese, L'Alpha e il Beta ne evidenzia tre:

1. **il rischio geopolitico**, che comprende in un unico forte abbraccio le elezioni presidenziali negli Stati Uniti, la guerra commerciale, i negoziati (complicati) per la Brexit. A nostro avviso le elezioni costituiscono un fattore positivo perché pensiamo che Trump non tirerà troppo la corda, eviterà passi falsi che possano interrompere il lungo ciclo virtuoso di economia e borsa. Mercoledì 15 gennaio è prevista la firma sui termini che concludono la “Fase Uno” del negoziato con la Cina, si apre la “Fase Due”. L'uccisione del generale Suleimani ha esacerbato le tensioni con l'Iran ma la ritorsione iraniana è stata volutamente asimmetrica, nessuno vuole l'avvitamento in una spirale ritorsiva dagli esiti azzardati. Dalle tensioni tra Iran e Stati Uniti trae vantaggio la Russia. Presente in Siria da tempo, la Russia ha l'occasione di accrescere la propria reputazione e leadership additando gli Stati Uniti a “imprevedibile aggressore” e, dopo l'esperienza con i Curdi, alleato inaffidabile. Neppure ai tempi dello zar la Russia aveva una così pervasiva presenza in Medio Oriente. Grazie agli errori italiani ed europei, ora esercita una forte influenza anche in Nord Africa;
2. **il rischio delle banche centrali**, obbligate nel corridoio angusto delimitato da una parte dalla minore dotazione di munizioni nel caso di una eventuale recessione, dall'altra dal possibile raggiungimento del limite della loro azione. L'aver scansato la deflazione e aver sostenuto l'economia ha avuto l'effetto collaterale della dislocazione di prezzi e risorse, nei paesi avanzati come in quelli emergenti. La ricerca di rendimento, innescata dai tassi a zero e negativi, ha consentito il facile finanziamento anche a società dalle dubbie capacità di rimborso, aumentando così l'entropia nel segmento delle obbligazioni. Il rally dei mesi scorsi espone gli investitori a rischi maggiori, basterà un movimento anche leggero nei tassi, o uno spunto di inflazione tale da far cambiare direzione alla Fed, per esporre i prezzi a violenti scossoni;
3. il terzo spunto di riflessione è fornito dal **debito globale** che, tra pubblico e privato, ammonta a 255 trilioni di dollari, tre volte il PIL del mondo, concentrato per oltre la metà negli Stati Uniti e in Cina. Nella Terra di Mezzo il debito societario è stimato attorno al 115% del PIL ma in questo caso il rischio è compensato dal fatto che la Cina è a sua volta creditrice di molti altri paesi. Il debito è alto nei paesi emergenti e nei mercati immobiliari di Canada, Australia o Corea del Sud ma è pur vero che il debito non diventa un problema finché ci sono investitori disposti a sottoscriverlo (citofonare Giappone). Ciò nondimeno, un debito così imponente, superiore a quello accumulato nel 2007, costituisce un elemento di pressione sui tassi e in un equilibrio precario come quello che stiamo commentando, è di per sé fattore di instabilità strutturale.



L'Institute of International Finance stima il debito globale attorno a 255 trilioni a fine 2019 (fonte: Reuters 15.11.2019, IIF, BIS, IMF)

Specularmente, non mancano elementi positivi!

Il 2019 è stato un anno generoso, trascorso sotto il segno zodiacale delle banche centrali ascendente crescita americana; gli effetti astrologici di quella combinazione si stanno allungando nel nuovo anno, l'ago della bussola dei mercati resta orientato alle banche centrali, stella polare che dispensa sicurezza.

Sono lontani i giorni del linguaggio oracolare di Greenspan ("se pensate io sia stato molto chiaro, probabilmente mi avete frainteso"), pochi giorni fa Richard Clarida è stato davvero molto chiaro, impossibile fraintendere le coordinate della politica monetaria della Fed che ha offerto il vice di Powell.

Nell'undicesimo anno di espansione l'economia americana conserva un buon tono muscolare, il mercato del lavoro resta robusto, redditi e consumi tengono, l'inflazione è stabile.

Le possibili tensioni inflazionistiche sono contrastate dalle strutturali pressioni deflazionistiche, ha detto Clarida, la Fed non avverte la necessità di rimangiarsi i tagli del 2019.

In definitiva, il vice presidente della Federal Reserve ha detto con insolita chiarezza che non sono alle viste repentini cambi nella politica monetaria americana.

Parole taumaturgiche che, come le mani dei re medievali, hanno immediatamente lenito le ferite dell'acutizzazione della crisi in Medio Oriente. I prezzi del petrolio e dell'oro hanno ritracciato, Wall Street è tornata in prossimità dei massimi, confortata anche dalla tregua nella guerra commerciale e dagli stimoli annunciati all'economia cinese.

Le scelte allocative nei nostri portafogli flessibili multi-asset non cambiano, continuiamo a preferire il rischio azionario, pur consapevoli che le azioni restano particolarmente vulnerabili al rischio geo-politico. Per il momento, le prospettive

economiche e la confortante sicurezza che le banche centrali non tradiranno forniscono ai mercati la capacità di assorbire gli shock improvvisi. Per quanto ci riguarda, saremo preparati a riconsiderare l'allocazione complessiva in presenza di un cambiamento sostanziale del contesto globale.

Quello che però nessuno conosce è l'anello di congiunzione tra lo scenario favorevole di breve termine e le ombre di incertezza strutturali che si allungano nel medio e lungo periodo. In questo snodo si annida il rischio di esagerare, di trasformare l'esame delle condizioni di scenario in previsioni di lungo termine.

Ricordiamo il divertente racconto di Kenneth Arrow sul suo servizio militare negli anni della seconda guerra mondiale. Era all'ufficio meteorologico e raccontava come l'Alto Comando chiedesse previsioni anche a trenta giorni. Gli esperti non garantivano l'attendibilità di previsioni superiori a tre giorni, figuriamoci a un mese. Ciò nondimeno, gli alti ufficiali rispondevano che "questo Comando Generale è consapevole che le previsioni non sono affidabili, sono tuttavia necessarie ai fini della pianificazione".

Una risposta surreale, non esiste alcuna seria pianificazione basata su presupposti inattendibili, che è però rivelatrice del bisogno umano di tenere le cose sotto controllo.

Negli anni Venti Keynes e Knight parlavano di "incertezza radicale", quella condizione di molteplicità di combinazioni che rende impossibile qualsiasi affidabile previsione. I loro oppositori Ramsey e Savage erano invece convinti che tutte le incertezze fossero descrivibili in termini di probabilità.

Un mondo nel quale la statistica tiene tutto sotto controllo è molto confortevole ma, ahimé, inesistente. La psicologia della percezione ha dimostrato il bisogno innato del controllo, il bias mentale di dare un senso compiuto anche all'inconoscibile (vedi anche "I soldi in testa" del professor Paolo Legrenzi; in occasione del convegno Consulentia a febbraio GAM presenterà la nuova edizione completa in formato e-book).

Anche Lord Mervin King parla di incertezza radicale, senza perifrasi l'ex governatore della Banca d'Inghilterra decreta l'inutilità dei modelli probabilistici utilizzati per le previsioni economiche.

"In un mondo di incertezza radicale non vi è modo di identificare le probabilità degli eventi futuri ..." scrive King nel suo Radical Uncertainty "... la relazione economica tra moneta, reddito, risparmio e tassi è imprevedibile, pur essendo il frutto dei tentativi di individui razionali di destreggiarsi in un contesto incerto".

Teniamo conto di questo monito quando parliamo di scenari e di scelte allocative, magari evitando di fare come l'Alto Comando di Arrow che è consapevole della fragilità delle previsioni, eppure le ritiene "necessarie ai fini della pianificazione".

Auguri di buon anno a tutte e a tutti!

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.