

DEL DOMAN NON V'È CERTEZZA

Nonostante il crescente nervosismo e gli allarmi per l'inflazione, è sempre incauto tentare di estrapolare il futuro dalle condizioni del presente

“Se fossi cresciuta nella Germania Federale non avrei studiato fisica” ha detto Angela Merkel in un accorato discorso al Bundestag qualche giorno fa “il governo comunista poteva vietare tutto ma non la forza di gravità e la velocità della luce”.

Non c'è spazio per divieti o mistificazioni quando si tratta della nuda forza dei numeri o delle leggi della fisica. Soprattutto la legge della gravità esclude qualsiasi negazionismo: ci sono mattoidi che negano la forma sferica della terra ma neppure il più balzano tra loro si lancerebbe nel vuoto per dimostrare l'inesistenza della gravità.

In queste settimane è in libreria un bel libro dedicato alla scoperta delle leggi della gravità. L'autore, Richard Panek, accompagna il lettore nella progressiva scoperta del “mistero sotto i nostri piedi”, dalle antiche cosmogonie del Cielo e della Terra, della separatezza tra “lassù” e “quaggiù”, fino alle intuizioni di Galileo, Newton, Einstein.



R. Panek “Il mistero sotto i nostri piedi”, Edizioni Raffaello Cortina 2020

E' una lettura avvincente perché fa capire quanto sia complessa la gravità ed è un mistero, scrive l'autore, che un fenomeno fisico così evidente non sia stato ancora del tutto compreso.

Il primo grande contributo allo studio della gravità lo diede Newton. La scoperta di un manoscritto del 1752 pare restituisca veridicità all'episodio della mela caduta dall'albero (ma non sulla testa del fisico inglese) che avrebbe portato Newton a ragionare sulle leggi della gravità e intuire che siano le stesse a governare la caduta della mela e il moto dei corpi celesti, “la gravità esiste in tutti i corpi ed è proporzionale alla quantità di materia contenuta in ciascuno di essi” scrive nei Principia.

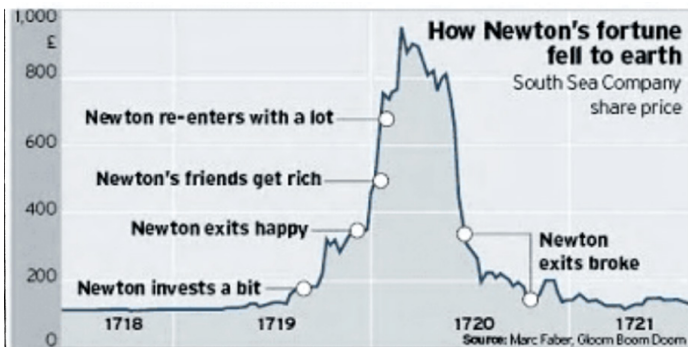
La forza di gravità nei mercati finanziari si chiama “ritorno alla media”, un argomento magnetico, è il caso di dirlo, quando la corsa dei mercati comincia a insinuare dubbi e suggerire cautele.

Newton, che nei Principia ha stabilito le regole della fisica valide per due secoli e mezzo, potrebbe parlare con cognizione di causa anche della “mean reversion” nei mercati finanziari. Nel 1720 il fisico inglese fu protagonista di un incidente finanziario che gli costò perdite dolorose. Nel mese di dicembre di trecento anni fa esatti il prezzo della South Sea Company precipitava sotto il valore di cento sterline dopo aver sfiorato le mille nel mese di agosto dello stesso anno.

Newton era uscito dall'investimento tempo prima ma con il titolo che continuava a salire decise di rientrare. La straordinaria genialità non evitò allo scienziato di rimanere vittima di due bias comportamentali oggi molto noti, l'“herding effect”, ovvero la tentazione a emulare il comportamento di una moltitudine, e il “FOMO”, Fear Of Missing Out, la paura a restare fuori dalla festa (il racconto della disavventura finanziaria di Newton è ne L'Alpha e il Beta del 1 ottobre 2018).



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



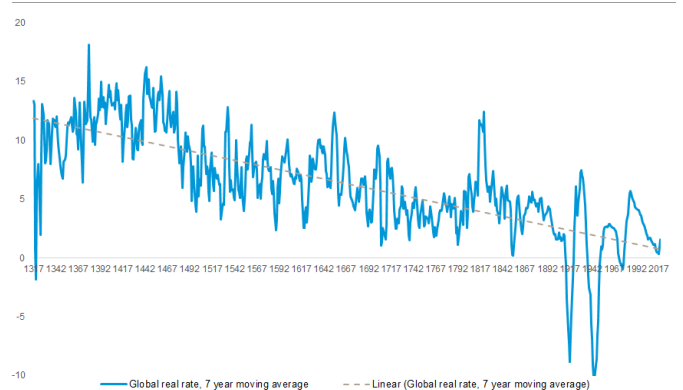
Fonte: gentile concessione Roberto Tomasini

Sulla consistenza e affidabilità del ritorno alla media esiste una vasta letteratura: è un fenomeno osservato in prevalenza negli anni precedenti la Seconda Guerra Mondiale, più tenue se si escludono dalla serie storica gli anni della Grande Depressione. I prezzi non hanno in sé alcun valore predittivo scrivevamo la settimana scorsa a proposito delle valutazioni correnti del CAPE, il rapporto tra i prezzi e gli utili di un indice depurato dagli effetti di breve termine dei cicli economici.

Nel lungo periodo i valori del CAPE si distribuiscono più o meno equamente sopra e sotto la media (55% e 45% del tempo, rispettivamente) ma negli anni successivi al 1990 il CAPE rimane sopra la sua media di lungo periodo per il 98% del tempo.

Un'analisi empirica condotta da tre ricercatori olandesi su diciotto indici di paesi OCSE mostra che nel corso del Novecento sono stati mediamente necessari diciotto anni e mezzo per assorbire uno shock. Le misurazioni "rolling" mostrano però che la velocità della "mean reversion" è più alta in seguito a shock particolarmente violenti, ad esempio la crisi del 1973 o il Lunedì Nero dell'ottobre 1987. La conclusione dello studio è che la velocità con cui le quotazioni tornano verso i loro valori fondamentali è più elevata in periodi caratterizzati da maggiore incertezza. Ma sono gli stessi autori ad avvertire che è la scelta degli intervalli di tempo a mettere in maggiore o minore evidenza il fenomeno.

In definitiva, le previsioni a breve termine sono scritte sulla sabbia e le leggi del ritorno alla media, come quelle sulla gravità, restano sfuggenti. La bussola da tenere d'occhio, la vera grande variabile che governa i listini, è ancora quella dei tassi di interesse, a loro volta determinati dall'inflazione. Può sembrare curioso parlare di inflazione in un contesto di debolezza generale dei rendimenti, il ragazzo che gridava "al lupo" alla fine non venne più creduto ma, avverte Martin Wolf sul Financial Times, nell'ultimo avvertimento il ragazzo aveva ragione.



Secolare declino dei tassi di interesse, dal 1317 al 2018. Fonte: GAM, Bank of England.

Gli ultimi a gridare al lupo dell'inflazione sono Charles Goodhart e Manoj Pradhan; nel loro "The Great Demographic Reversal" prevedono un'inflazione superiore al 5% già nel 2021, a loro avviso inevitabile conseguenza della trasformazione dell'economia globale in corso e dell'invecchiamento della popolazione. Sta per venire al termine l'epoca della bassa inflazione e dell'alto debito, scrivono i due accademici, il "saving glut", l'eccesso di risparmio che tiene strutturalmente basso il tasso naturale di interesse, è prossimo all'esaurimento. Assieme all'invecchiamento della forza-lavoro, fenomeno che riguarda anche la Cina, libereranno le forze inflazionistiche.

Rischiamo davvero di trovarci in una situazione analoga a quella degli anni Settanta ma in condizioni peggiori? si chiede Martin Wolf.

Goodhart e Pradhan sono accurati nella descrizione dei fenomeni epocali in corso ma affrettati nelle conclusioni, scrive l'autorevole commentatore, è arduo pronosticare le possibili conseguenze nel mondo reale delle dinamiche di fenomeni globali perché in questi casi non valgono le leggi deterministiche. "E' sempre un azzardo tentare di estrapolare il futuro dal presente" scriveva il professor Paolo Legrenzi in una Lezione di qualche tempo fa, "perché si tende sempre a sottostimare le probabilità di grandi cambiamenti nel futuro".

I prezzi di azioni e obbligazioni ai massimi alzano la posta in gioco: il ritorno alla media o il ritorno dell'inflazione sarebbero estremamente costosi per tutti gli investitori. La narrazione prevalente di tassi bassi ancora per un po' di tempo resta verosimile, difficile dar credito all'idea del rapido assorbimento dell'eccesso di risparmio e di un'inversione in tempi brevi delle condizioni generali.

La settimana scorsa la Banca Centrale Europea ha potenziato il piano straordinario di acquisti e i mercati non hanno battuto ciglio, la mossa era attesa e quasi obbligata dalle condizioni dell'economia europea. Assuefatti da dosi di liquidità sempre maggiori, sulla notizia i listini hanno corretto. Le prospettive del 2021 sono quelle della (lenta) ripartenza dell'economia, di banche centrali sollecitate verso un'economia ancora fragile e premurose verso i mercati. I tassi negativi sono la premessa per favorevoli condizioni del credito e per la preferenza alle attività rischiose (azioni e credito), il dollaro debole gioca a sua volta a favore dell'appetito per il rischio.



Se i rischi di inflazione sono per il momento spostati più avanti nel tempo, l'eccesso di entusiasmo è un rischio di breve termine. Fonte: GAM, Bloomberg.

Sono condizioni generali che le banche centrali hanno tutto l'interesse a preservare ancora per un po'. Nello scorso agosto, intervenendo al simposio di Jackson Hole, Jerome Powell dichiarò espressamente che la Federal Reserve userà tolleranza verso un'inflazione temporaneamente superiore al livello obiettivo. E sulla relazione sempre più stretta tra banche centrali e mercati il presidente della Fed diede una risposta rivelatrice in una conferenza stampa nel mese di giugno.

I banchieri centrali hanno il dovere di tenere d'occhio non solo l'inflazione e il mercato del lavoro, diceva Powell, l'economia reale e la stabilità finanziaria dipendono anche dai prezzi di borsa e dai finanziamenti ottenuti a tassi convenienti. Ne deriva, ecco il passaggio interessante, che l'obiettivo di mantenere in rotta l'economia reale passa anche dall'attenzione ai prezzi di borsa. Non saremo noi a far scoppiare la bolla, sembrava dire Powell in filigrana nella risposta al giornalista. La banca centrale americana aveva già provato negli anni scorsi a riavvolgere il nastro delle politiche accomodanti ma gli effetti sui mercati sono sempre stati disastrosi. L'ultima riunione dell'anno, prevista questa settimana, confermerà la stance ultra-espansiva.

L'errore da cui guardarsi è, in ogni caso, sottostimare la forza dei cambiamenti nel futuro.

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.