

I DIECI GIORNI CHE SCONVOLSERO IL MONDO

A dodici mesi di distanza dal primo lockdown, e dai dieci giorni terribili del marzo 2020, sembra di essere tornati alla prima casella, come un anno fa si allungano le ombre della paura e delle chiusure, i mercati fronteggiano nuove fasi di incertezza

Domenica 8 marzo 2020 fu una "ultima" domenica. Il giorno dopo sarebbe entrato in vigore il primo, lungo, faticoso lockdown. La sera di quell'8 marzo, fatte le valigie in fretta e furia, migliaia di persone si accalcarono alla stazione Centrale di Milano per lasciare la città e non restare "intrappolati". La sorpresa dell'annuncio era pari alla confusione, in tutta Italia milioni di persone non sapevano come comportarsi, come gestire il lavoro, i figli, i genitori. I mesi di confinamento domiciliare furono un'esperienza nuova, straniante, per molti dolorosa. Se non siamo fatti della materia di cui son fatti i sogni, come scrive Shakespeare, abbiamo scoperto che siamo certamente fatti di tempo e di spazio nei quali, lasciamolo dire a Shakespeare, si racchiude la nostra breve vita. Abbiamo imparato a usare la tecnologia per dilatare lo spazio, abbiamo imparato a percepire la lentezza del tempo che le buone letture sospendono sempre.



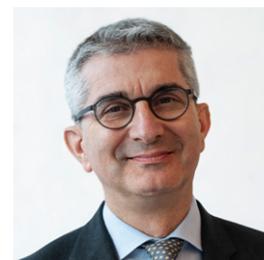
Il 9 novembre 1989 Gunther Schabowski, portavoce del governo della Repubblica Democratica Tedesca, rispose al giornalista italiano Riccardo Ehrman che "tutte le norme per i viaggi all'estero che vietavano il transito tra Est e Ovest, sono revocate con effetto immediato". Non era così (Schabowski non aveva partecipato alla riunione del governo) ma ormai era tardi, alla notizia migliaia di persone di Berlino Est si presentarono ai checkpoint lungo il Muro, le guardie, prive di ordini chiari e altrettanto disorientate, aprirono i varchi, da lì a poco sarebbero arrivati i primi colpi di piccone. Fotografia: dpa/picture-alliance/dpa/AP Images.

Un anno e molta sofferenza dopo, "siamo tornati alla prima casella" scrive il Financial Times, siamo ancora alle prese con la paura, non ancora spazzata via dalla tentennante distribuzione dei vaccini, i dati del contagio restano elevati ed allarmanti, le chiusure continuano ad allungare ombre minacciose sulle attività scolastiche ed economiche.

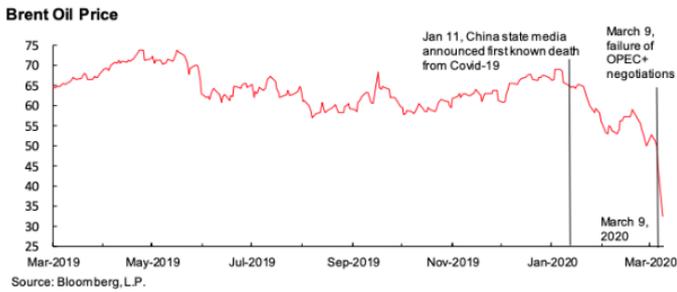
Esattamente dodici mesi fa si compivano anche i "dieci giorni che sconvolsero il mondo". Forse quei dieci giorni non cambiarono davvero il mondo, come gli altri, storici "dieci" raccontati da John Reed, ma hanno costituito in ogni caso una cesura tra un "prima" e un "dopo", dieci giorni di autentica paura.

Il 6 marzo 2020 la Russia rifiuta di aderire ai tagli alla produzione decisi dall'OPEC, nel fine settimana l'Arabia Saudita reagisce e annuncia un aumento della produzione, l'obiettivo esplicito è abbattere il prezzo per indebolire Russia e Stati Uniti.

All'apertura dei mercati lunedì 9 marzo il prezzo del greggio precipita del 30%, non accadeva dal 1991, ai tempi della guerra del Golfo.



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



Fonte: Voxeu.org, Bloomberg L.P.

Naturalmente le borse reagiscono male, Wall Street apre a -7% e le contrattazioni vengono sospese per un quarto d'ora, l'ultima volta era accaduta ai tempi della crisi Lehman, pesanti le perdite nelle borse di tutto il mondo, il crollo di oltre l'11% di Piazza Affari annulla i risultati del 2019.

Mercoledì 11 marzo la Banca d'Inghilterra taglia i tassi di 0,50% e l'Organizzazione Mondiale della Sanità dichiara la condizione di pandemia, "nei giorni e nelle settimane a venire" si legge nel comunicato stampa "prevediamo che il numero di casi, il numero di decessi e il numero di paesi colpiti aumenteranno ancora di più".

Il 12 marzo è Christine Lagarde a tenere la scena, l'errore di comunicazione compiuto alla sua prima vera prova manda a picco le borse in una delle peggiori giornate di sempre. Il -17% della borsa italiana è il peggior risultato della sua storia, le perdite di Parigi e Francoforte si aggirano attorno a -12%, Londra perde poco meno del 10%, lo stesso livello attorno al quale, più o meno, chiudono gli indici Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq.

Domenica 15 marzo la Federal Reserve con una mossa a sorpresa azzerava i tassi ma il giorno dopo le borse reagiscono male, per la prima volta dal 2008 il mercato diffida dell'intervento di una banca centrale.

Sempre in marzo, Mario Draghi scrive un editoriale sul Financial Times nel quale immagina che "livelli più elevati di debito pubblico diventeranno caratteristica strutturale delle nostre economie ... è compito dello Stato usare le pubbliche finanze per proteggere i suoi cittadini e l'economia da shock di cui il settore privato non ha responsabilità e che non può assorbire".

I mercati ripartirono poi il 23 marzo, sostenuti dal settore tecnologico, dagli imponenti stimoli governativi, dalle politiche monetarie ultra-accomodanti.

A dodici mesi da quei dieci terribili giorni i mercati fronteggiano una nuova fase di turbolenza. Due persone che non potrebbero essere più diverse e più lontane, il gestore di hedge fund Ray Dalio e il presidente della commissione che in Cina vigila su banche e assicurazioni condividono lo stesso dubbio, "le azioni sono in una bolla?" si chiede Dalio, "sono preoccupato delle bolle nei mercati stranieri" fa eco Guo Shuqing.

Il dato sull'occupazione negli Stati Uniti, venerdì scorso, è stato ampiamente oltre le attese, 379.000 nuovi posti di lavoro rispetto ai 200.000 attesi e i 117.000 di gennaio. La disoccupazione scesa a 6,2% corrobora la narrazione di una ripresa dell'attività economica accelerata dal potenziamento delle campagne vaccinali. Sono riprese le vendite dei Treasury, il rendimento del decennale americano ha superato venerdì 1,6%, i prezzi scontano il raggiungimento degli obiettivi di piena occupazione molto prima di quanto preveda la Fed.

Aumentano anche i dati economici positivi, non solo in Cina dove si torna a crescere al tasso del 6%: migliorano gli indici di fiducia, gli ordini e la produzione industriale. L'economia americana sembra avere sempre meno bisogno dell'ulteriore stimolo di 1,9 trilioni di dollari. I dati macro confermano la ripartenza, i nuovi livelli di break-even rappresentano fedelmente la percezione di un'inflazione superiore al 2% nei prossimi anni. Se da una parte l'allentamento delle restrizioni (ad esempio l'obbligo della mascherina rimosso dal governatore del Texas) allontana la fine dell'emergenza, le nuove misure di confinamento portano inevitabilmente con sé un aggravio dei costi.

Sembra tornare la cara vecchia inflazione da domanda, dopo anni di stimoli monetari per favorire la crescita e, appunto, il suo "by-product" che è l'inflazione. Il Convitato di Pietra si è finalmente presentato sulla scena.

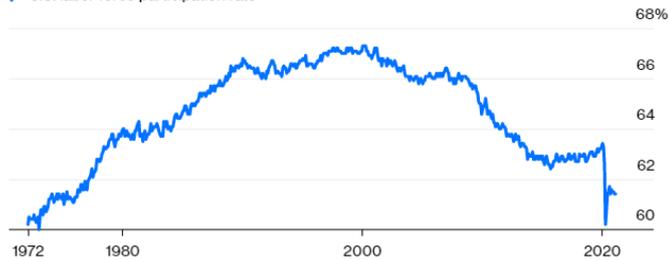
"L'intero edificio dei prezzi degli asset finanziari" scriveva l'Economist poche settimane fa "poggia su tassi di interesse al pavimento e su inflazione quiescente", è probabile che nell'irripidimento della curva ci siano però più le migliorate prospettive di crescita e di utili societari che un aumento dell'inflazione a livelli preoccupanti.

Dal canto suo Powell ritiene "altamente improbabile" il raggiungimento già quest'anno della piena occupazione. A fronte del calo della disoccupazione (rapporto tra disoccupati e totale forza lavoro), negli Stati Uniti il tasso di partecipazione della forza lavoro (rapporto tra forza lavoro e la popolazione in età lavorativa) è ancora tra i più bassi degli ultimi decenni, appesantito dalla chiusura forzata delle attività economiche. Ci sono ancora 9,5 milioni posti di lavoro meno di un anno fa, oltre quattro milioni di persone hanno lasciato il lavoro per motivi non economici: preoccupazioni per la salute o ragioni familiari che non rientrano nel computo dei disoccupati. Il conteggio di questi milioni di lavoratori, dice Powell, porterebbe il dato reale della disoccupazione più vicino al 10% che al 6%.

Long Way from Normal

Labor force participation has fallen to a generational low

U.S. labor force participation rate



Source: Labor Department

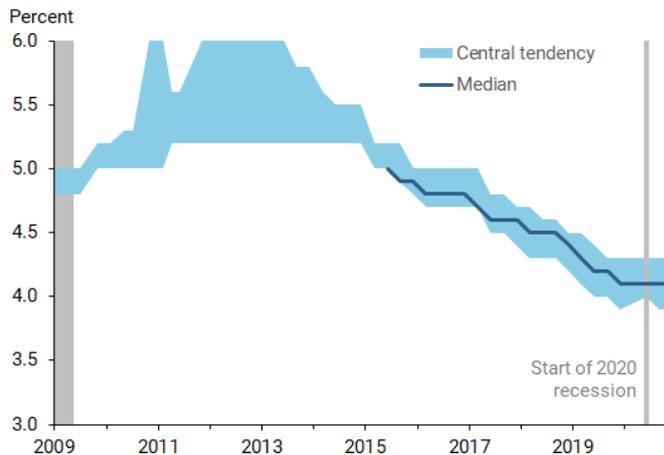
La partecipazione della forza lavoro è ancora ai minimi di decenni. Fonte: Bloomberg, Labor Dept.

L'analisi più sottile, alla quale però i mercati sembrano sempre meno acconci, riconosce come nel tempo la dinamica dell'inflazione sia cambiata, sempre meno reattiva alle condizioni del mondo del lavoro: negli ultimi dieci anni la disoccupazione è stata ai minimi storici, gli economisti della Fed hanno via via aggiornato al ribasso il livello della NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) perché di accelerazione dei prezzi, appunto, non c'era traccia (appiattimento della Curva di Philips). Il tasso naturale di interesse, in calo secolare, è poco sopra lo zero, la vera sfida di lungo termine della Federal Reserve, e delle maggiori banche centrali, è quella di assicurare la ripresa economica, un mercato del lavoro in salute, e l'inflazione attorno al livello del 2%.

Il grafico "a pallini" del Board della Fed mostra che i primi interventi al rialzo dei tassi sono previsti nel 2023, la ripartenza dell'economia potrà amplificare il nervosismo e portare a un confronto tra mercati e la banca centrale americana già alla fine di quest'anno. Se i bond non sono più "il posto dove stare", come ha scritto Warren Buffett, ciò non significa che non ci siano posti dove stare. Il gestore attivo nel reddito fisso può giocare l'aumento delle attese dell'inflazione puntando sulle scadenze dei break-even a lunga (ed esempio nei portafogli gestiti dal Team Multi Asset di Milano è stata comprata la scadenza di inflazione a 10 anni e venduta la pari scadenza nominale) e, naturalmente, con le valute (vedi anche L'Alpha e il Beta del 15.2.2021).

L'eccesso, condizione eccezionale, sta diventando la condizione ordinaria nei mercati e nell'eccesso si tende a sottovalutare la forza di quei fenomeni che in questi anni hanno esercitato la loro pressione sui prezzi: il diminuito potere negoziale del lavoro, la sua maggiore flessibilità (e precarietà), la competizione commerciale tra negozi fisici e vendite online, i guadagni di produttività grazie all'avanzamento tecnologico. Fattori destinati a rimanere ancora per anni.

FOMC projections of longer-run unemployment



Le proiezioni FOMC della disoccupazione a lungo termine. Fonte: Summary of Economic Projections, Federal Reserve Board, FRBSF Economic Letter, Mar 21.

Nel suo fortunato libro *Winning the Loser's Game*, Charles Ellis assimila l'attività d'investimento al tennis praticato a livello amatoriale. Se i giocatori professionisti conquistano il punto con la potenza atletica e la tecnica, nei tennis club le cose sono un po' diverse, il più delle volte i giocatori più bravi sono quelli che sbagliano meno. Con l'eccezione di qualche giocatore sopra la media, nelle partite amatoriali vince chi controlla il proprio gioco, fa meno errori e perde meno punti.

Nelle scelte di investimento, quando è più difficile riconoscere i segnali dai rumori, vince chi sbaglia meno. il genio militare è colui che riesce a fare cose normali quando tutti gli altri attorno a lui perdono la testa diceva Napoleone. La complessità dei mercati e le molte incertezze suggeriscono agli investitori di assumere lo stesso atteggiamento del bravo tennista amatoriale, controllare il gioco, non assumere rischi eccessivi, non perdere punti.

Non sappiamo mai in anticipo come cambieranno le valutazioni, il "value" è ancora a buon prezzo ma non abbiamo idea di come le sue valutazioni si muoveranno in relazione al "growth", non sappiamo neppure se stiamo davvero entrando in un regime inflazionistico.

Sappiamo però che le turbolenze dei mercati e la violenta rotazione settoriale rischiano di distrarre dagli obiettivi di lungo termine. "Continuare a fare cose normali quando gli altri perdono la testa" significa mantenersi fedeli al metodo di investimento adottato.

Più alta è la volatilità tra le asset class, maggiori le opportunità per le strategie che possono muoversi liberamente tra le diverse classi di attivo, un contesto nel quale si rivelano preziose le strategie multi-asset che giocano sulle preferenze relative e diversificano le fonti di rischio.

Benjamin Graham è stato un grande investitore non per aver stabilito leggi universali dell'investimento, che non esistono, ma perché ha sempre aggiornato il suo metodo alle cangianti condizioni del mercato "cercando quello che funziona oggi, non quello che ha funzionato ieri" annota Jason Zweig in una recente edizione de "L'investitore intelligente".

Post Scriptum

Esattamente dodici mesi dopo il primo lockdown e i "dieci giorni terribili", l'Istat consegna le prime fotografie del disastro sociale: 4,6 milioni di persone si trovano nella condizione di povertà assoluta, un milione in più rispetto all'anno scorso. Nelle code al Pane Quotidiano di viale Tebaldi ci sono persone e storie diverse ma il tratto comune è la perdita di un lavoro che garantiva livelli di vita dignitosi. Migliaia di famiglie sono costrette a ricorrere, per la prima volta, all'aiuto di altri.

Hannah Arendt ha scritto che "il fatto che l'uomo sia capace d'azione significa che da lui ci si può attendere l'inatteso, che è in grado di compiere ciò che è infinitamente improbabile. E ciò è possibile solo perché ogni uomo è unico e con la nascita di ciascuno viene al mondo qualcosa di nuovo nella sua unicità".

Parole di speranza, l'unica emozione che consente di vincere la paura.

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.