

IN DUBIO VERITAS

“Let profits run”, i mercati corrono sostenuti da liquidità e atteggiamento accomodante delle banche centrali ma l'esercizio del dubbio aiuta a non perdere di vista le buone regole della diversificazione e del lungo periodo. La variante Delta è una minaccia, la resistenza alle campagne vaccinali ha ripercussioni anche sull'economia.

Per quanto sembri paradossale, nel dubbio c'è più verità di quanto sembri, il dubbio è il motore della conoscenza.

E' infatti la capacità di mettersi costantemente in discussione a far progredire la ricerca scientifica, il principio di fallibilità è il suo fondamento, teorie e scoperte scientifiche sono tanto più robuste quanto più resistenti alla falsificabilità.

Alan Turing, il genio matematico che negli anni Quaranta mise a punto la macchina per decifrare i messaggi dei comandi tedeschi, dimostrò che così come ci sono problemi con soluzione, esistono anche problemi senza soluzione. Turing sviluppava il Teorema di incompletezza elaborato da Kurt Godel nel 1931, ovvero la capacità di definire un problema, dimostrare che esiste un'unica risposta, eppure sapere anche che quella risposta non potrà mai essere scoperta.



“Logica della scoperta scientifica” è il saggio del 1934 in cui Karl Popper postula la metodologia scientifica basata sulla falsificabilità: “nessun numero, per quanto grande, di esperimenti può stabilire qualcosa come verità, ma un singolo esperimento può contraddirla”. La prima edizione italiana è del 1970

Nel tempo delle certezze fragili, il dubbio alimenta il senso del limite ed è il miglior antidoto contro le false sicurezze e pericolose percezioni di infallibilità.

Prendiamo ad esempio uno dei concetti più importanti nella teoria del portafoglio, l'ipotesi dei Mercati Efficienti. L'ipotesi assume che l'elevato numero di operatori, la loro razionalità nella ricerca del profitto e la loro avversione alle perdite rendono i mercati perfettamente efficienti: tutte le informazioni sui titoli sono conosciute, sono valutate secondo criteri condivisi e quindi immediatamente incorporate nei prezzi. Un mondo perfetto in cui non esistono winner e loser.

Ma il dubbio sulla effettiva robustezza dell'ipotesi è alla base della gestione attiva: nella realtà le informazioni si diffondono lentamente, tra i prezzi si creano costantemente inefficienze e i gestori attivi ne approfittano.

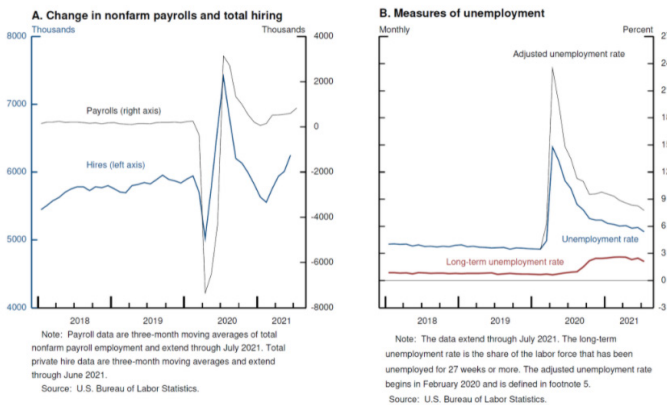
L'esercizio del pensiero critico preserva l'investitore dai rischi dell'eccesso di fiducia nelle proprie valutazioni, favorisce il ragionamento su prospettive e possibilità non prese in considerazione. In questo periodo, ad esempio, ci sono vari aspetti che meritano analisi approfondite.

Cominciamo con la Federal Reserve e il discorso del suo presidente a fine agosto: Powell è stato equilibrato e nello stesso tempo oscuro.

Equilibrato perché ha unito la soddisfazione per lo straordinario recupero dell'economia americana alla preoccupazione per i contagi da Covid-19 e per gli oltre cinque milioni di posti di lavoro ancora necessari per tornare ai livelli di occupazione del gennaio 2020.



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



Negli Stati Uniti il mercato del lavoro sta recuperando ma è lontano dal pieno recupero. Fonte: Federal Reserve, US Bureau of Statistics.

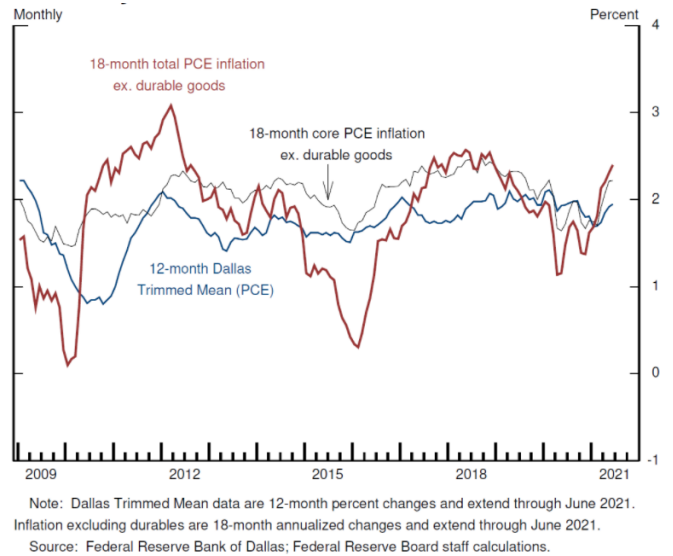
Oscuro perché le sue parole sono state sufficientemente reticenti per alimentare nuove aspettative: i membri della Fed sembrano avere più paura di normalizzare la politica monetaria prima del tempo piuttosto che di sbagliare ritardandola. Il mandato di Powell verrà a termine all'inizio del 2022, più o meno nelle stesse settimane scadranno i mandati del vice-presidente Richard Clarida e di un altro componente del Board. Altri due posti sono ancora vacanti perché Trump non riuscì a superare l'opposizione del Senato sui nomi da lui proposti. Biden avrà dunque l'opportunità di "modellare" il nuovo Board della Federal Reserve, potrà superare gli stereotipi della diade falchi e colombe e, se ben consigliato, potrà mettere uomini e donne che sappiano pensare la politica monetaria per questo nuovo tempo.

Ma l'opacità di Powell, la voluta indeterminatezza nello stabilire le regole del gioco, ovvero la relazione tra piena occupazione e inflazione media, continuano a far sorridere Wall Street; "date da bere a un alcolizzato" scrive il professor Masciandaro "e lui sarà sempre felice".

In realtà i mercati hanno individuato altri motivi per mettere in dubbio la reale portata delle dichiarazioni di Powell sul tapering prossimo venturo.

La prima ragione di dubbio è nei precedenti storici, i due programmi di QE avviati tra il 2009 e il 2015 avevano sin dall'inizio una scadenza per cui, in questo caso, non si può parlare di un vero e proprio tapering. Il primo, autentico tapering è stato quello annunciato da Bernanke nel maggio 2013 e avviato nel settembre 2014. Il progressivo ritiro di liquidità dal mercato è stato tra le cause del terribile 2018 ma il suo proseguimento non ha impedito l'altrettanto eccezionale, in senso opposto, 2019. La diminuzione del bilancio della Fed venne interrotta a causa della "crisi repo" del settembre del 2019, gli acquisti vennero ripresi massicciamente nel 2020, ed è storia d'oggi.

I precedenti suggeriscono dunque che in tutti questi anni la Greenspan-put non è mai davvero scomparsa, quando le circostanze lo richiedano la Fed è pronta a cambiare strategia, a interrompere la diminuzione del bilancio e, come nel 2020, a riavviare le stampanti.

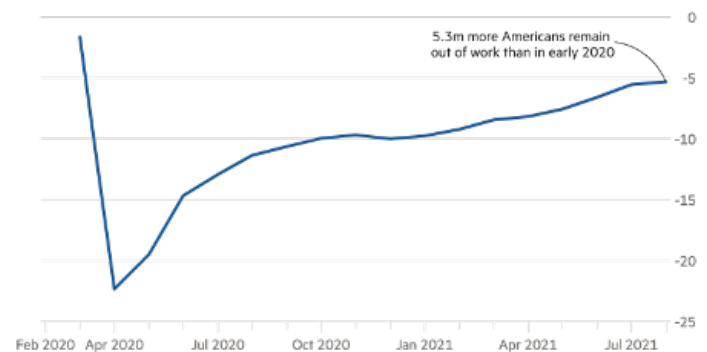


Negli Stati Uniti le misure dell'inflazione restano moderate. Fonte: Federal Reserve, Federal Reserve Dallas.

Un'altra buona ragione di dubbio sul tapering è nell'immediato futuro. Un'occhiata all'economia globale mostra che i servizi hanno finalmente raggiunto la manifattura e i due motori della ripresa hanno avuto la meglio sui timori della variante Delta. Per lo meno fino ad oggi perché l'autunno e le ripartenze scolastiche alimentano paure che sembrano essere state già incorporate negli ultimi dati dell'occupazione.

US labour market recovery stalls

Shortfall in non-farm payrolls since early 2020, m



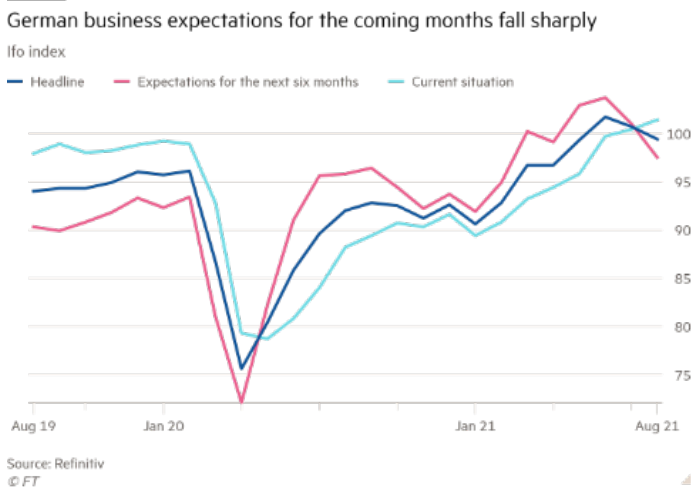
Source: US Bureau of Labor Statistics

© FT

Mercato del lavoro negli USA: mancano oltre cinque milioni di posti di lavoro rispetto ai livelli di pre-pandemia. Fonte: FT, US Bureau of Labor Statistics.

In agosto l'economia americana ha creato 235.000 posti di lavoro, molti meno del milione e passa di luglio e dei 733.000 attesi. I timori relativi alla variante Delta hanno reclamato pegno nei piani di assunzione ed è probabile che condizioneranno il mercato del lavoro anche nei mesi di settembre e ottobre. Dopo sei mesi di nuovi posti di lavoro alla media mensile di 350.000, in agosto non ci sono state assunzioni nei settori della ristorazione e dell'ospitalità

Il negazionismo e la resistenza alle campagne vaccinali a fronte di una variante del virus più insidiosa nella capacità di contagio cominciano ad avere ripercussioni sull'economia. "Scelte individuali che hanno conseguenze pubbliche" sintetizza Richard Baldwin. In Germania l'indice IFO, misura del grado di fiducia delle imprese, è sceso in agosto da 100,8 a 99,4: è il secondo mese consecutivo che l'indice frena, un po' per le preoccupazioni sui ritardi nelle catene della fornitura e un po', appunto, per l'incertezza della ripartenza autunnale.



Diminuzione delle aspettative in Germania. Fonte: FT, Refinitiv.

L'esercizio del dubbio si dovrebbe applicare anche nei commenti alle performance azionarie.

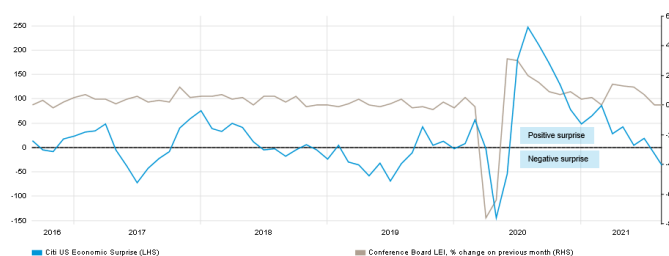
L'indice S&P 500 è come le tre scimmiette, scrive il Wall Street Journal, non vede, non sente e non parla per cui, "qualsiasi cosa succeda, sale". Gli investitori hanno dimostrato tolleranza e resistenza anche a fronte di eventi e notizie che "avrebbero giustificato una correzione di almeno il 5%". Come abbiamo appena visto, anche l'annuncio del tapering da parte di Powell è stata acqua sulle piume dell'anatra, "il mercato sembra invulnerabile alle cattive notizie".

C'è un antico racconto indiano che bene rappresenta la condizione degli investitori. Un gruppo di non vedenti si imbatte in un elefante; nessuno di loro conosce l'animale e cercano di farsi un'idea delle sue fattezze toccandolo. Ciascuno di loro si avvicina a una parte diversa per cui chi tocca le gambe pensa alle colonne di un tempio, chi tocca la proboscide parla del ramo di un albero, la coda fa pensare alla fune di una barca. Quando ne discutono, i ciechi cominciano a litigare perché ciascuno, convinto della bontà della propria esperienza, pensa di essere nel giusto. La morale dell'apologo è che la tendenza naturale delle persone è quella di ritenere le proprie percezioni ed esperienze come le più affidabili, bisognerebbe invece avere sufficiente umiltà, e senso critico, per riconoscere che la realtà è sempre più complessa.

La capacità di mettere in discussione le proprie opinioni preserva dal rischio di trarre conclusioni come i ciechi attorno all'elefante.

Il dubbio è parte integrante anche nella gestione del denaro, una condizione che non indebolisce ma anzi fortifica, "il dubbio è carta geografica che orienta" dice il regista Thomas Vinterberg. Se i ciechi del racconto indiano avessero messo in dubbio le proprie convinzioni e condiviso le loro esperienze, non avrebbero litigato e avrebbero invece progredito nella conoscenza. L'abitudine a mettersi, e mettere, in discussione, evita i raggi e possibili rovinose perdite finanziarie, ad esempio con la disposizione a formulare sempre la domanda cruciale, "come fai?", a chi promette rendimenti sibaritici senza rischio alcuno.

E quando i mercati corrono, con nuovi massimi favoriti da liquidità e ottimismo, il dubbio aiuta a non perdere di vista i rischi che pure non mancano.



Flettono i Leading Indicator e l'indice delle sorprese positive. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

"Let profits run" recita il vecchio adagio di borsa, ci sono ancora buoni motivi per continuare a preferire le azioni, anche in Europa dove la crescita economica torna a favorire i titoli ciclici, le prospettive degli utili sono positive e le valutazioni più interessanti di quelle di oltre Atlantico.

TINA, There Is No Alternative, ha ancora carte da giocare. Ma l'esuberanza dei mercati non deve far perdere di vista le consuete norme della diversificazione e della cautela. I segnali dei Leading Indicator e dell'indice delle sorprese suggeriscono un rallentamento e, lo abbiamo ricordato più volte su queste colonne, non sono scomparse le forze strutturali che spingono al ribasso la crescita nel lungo termine.



Nel tempo, i punti di ingresso nel mercato azionario si assottigliano. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Nei nostri portafogli multi-asset l'esposizione azionaria, confermata, viene bilanciata con strategie non direzionali su entrambe le classi di azioni e obbligazioni, la protezione del portafoglio è costruita anche con i metalli preziosi e strumenti sulla volatilità.

“Non c'è che una stagione: l'estate” scrive Ennio Flaiano “tanto bella che le altre le girano attorno. L'autunno la ricorda, l'inverno la invoca, la primavera la invidia e tenta puerilmente di guastarla”.

La stagione che sta per dare il cambio all'estate porterà la magia dei colori e lo struggimento delle foglie che cadono; “l'autunno è il posto giusto per il dubbio”, scrive il giornalista olandese Simon Carmiggelt, e noi non potremmo essere più d'accordo.

Buona ripartenza 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.