

DON'T LOOK UP

Non sappiamo come sarà il 2022 ma sappiamo che sarà un anno di consolidamento del nuovo cambio di regime, nelle politiche governative e in quelle monetarie. Le tre parole del 2022 saranno Responsabilità, dei governi e delle banche centrali, Cura, dell'ambiente e delle relazioni, Ansia, per le numerose fonti di incertezza, vecchie e nuove, che sempre accompagnano i cambi di regime.

Non guardare in su, non guardare alla cometa che sta per colpire il pianeta, dicono gli organi di informazione e i governi in "Don't Look Up" il film di Netflix che è metafora caricaturale di questa nostra epoca balzana.

Non guardare in su, non guardare ai livelli record degli indici azionari e di certe capitalizzazioni, diciamo noi, perché si potrebbe perdere l'equilibrio. Negli esseri umani un meccanismo di protezione amplifica la percezione delle distanze verticali perché, in tal modo, cresce il livello di attenzione. Alle volte questo meccanismo di sicurezza si interrompe e sporgendosi da altezze elevate si avverte talvolta "l'appel du vide", il richiamo del vuoto frenato, per buona fortuna, dai meccanismi della sopravvivenza e della razionalità.

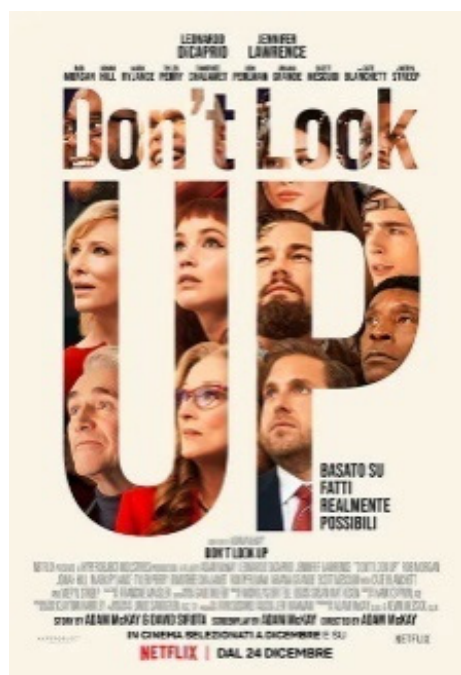
Nel caso degli investimenti finanziari però, l'attrazione delle altezze supera più facilmente le barriere della razionalità, della consapevolezza che le previsioni sono sempre fatte con la memoria del passato. I record delle borse possono far dimenticare che si guarda in avanti con gli occhi puntati allo specchio retrovisore: nel film "Ritorno al futuro" ci sono auto volanti ma nessuna traccia delle innovazioni digitali.

Il 7 gennaio 1973 il New York Times pubblicò le tradizionali previsioni economiche per il nuovo anno. Gli esperti erano unanimi, il 1973 sarebbe stato un anno fantastico, Thomas Mullaney, capo della redazione economica del giornale, cominciò 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 nella loro storia". Anche Alan Greenspan, all'epoca partner della società di consulenza Townsend, Greenspan & Co., dichiarò il suo ottimismo nella forza dell'economia e della borsa. Il 1973 e il 1974 furono invece disastrosi, per Wall Street furono gli anni peggiori dal tempo della Grande Depressione.

"Le previsioni sono affette da rumore" scrive Daniel Kahneman nel suo ultimo libro, "chi si occupa per lavoro di previsioni offre pronostici altamente variabili". Lo psicologo premio Nobel riporta il caso di previsori in disaccordo anche con sé stessi: "quando in due giorni diversi agli stessi sviluppatori di software fu chiesta una stima del tempo di completamento di un certo compito, le loro previsioni in termini di ore di lavoro differirono in media del 71%".



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



"Don't Look Up", film del 2021 scritto e diretto da Adam McKay



Daniel Kahneman "Rumore, un difetto del ragionamento umano", UTET 2021

Nonostante si sappia che qualsiasi previsione è scritta sulla sabbia, il rito si celebra ogni anno. Ma non è un esercizio da indovini pensare che il 2022 sarà un anno di consolidamento del cambio di passo nella politica e nelle condizioni dell'economia globale. La gestione della pandemia, il proseguimento delle attività economiche senza eccessive penalizzazioni e la dilatazione del debito esigono forti risposte politiche e proprio il ruolo dei governi suggerisce la prima parola del 2022:

Responsabilità

Entusiasti o riluttanti, la pandemia ha portato i governi a gestire l'economia come non accadeva da decenni: le misure che assicurano la sicurezza sanitaria devono essere valutate tenendo in debito conto le attività economiche e commerciali, il contrasto alle disuguaglianze comporta un maggior ricorso alle leve e agli incentivi fiscali, nel corso del 2020 i debiti pubblici si sono ulteriormente dilatati e l'azione dei governi dovrà saper conservare la fiducia degli investitori.

Prosegue dunque nel nuovo anno uno dei più affascinanti duelli intellettuali del XX secolo, quello tra Friedrich von Hayek e John Maynard Keynes, tra il liberalismo evoluzionista dell'economista austriaco e l'interventismo pubblico teorizzato dall'economista di Cambridge. Nel Secondo Dopoguerra la grande novità fu la "Teoria Generale", l'opera più importante di Keynes affascinò la generazione dei giovani economisti di allora, Samuelson, Solow, Modigliani tra i tanti, ed ebbe fortissima influenza nelle politiche di sviluppo messe in atto dai governi occidentali.

Nelle Godkin Lecture tenute a Harvard nel 1976, l'economista Charles Schultze, che divenne in seguito capo dei consiglieri economici del presidente Carter, argomentava che i fenomeni della crescente industrializzazione, urbanizzazione e della sempre maggiore interdipendenza delle persone e dei paesi, generavano nuove questioni che richiedevano una presenza e un intervento dei governi più intensi rispetto al passato: si rendevano necessarie più leggi, i testi più dettagliati, un uso più intenso della leva fiscale.

Il paradigma keynesiano entrò in crisi negli anni Settanta, il cambio di regime vide l'affermazione di von Hayek, con Milton Friedman nell'ambiente accademico e con la rivoluzione liberale di Ronald Reagan e Margaret Thatcher nella politica.



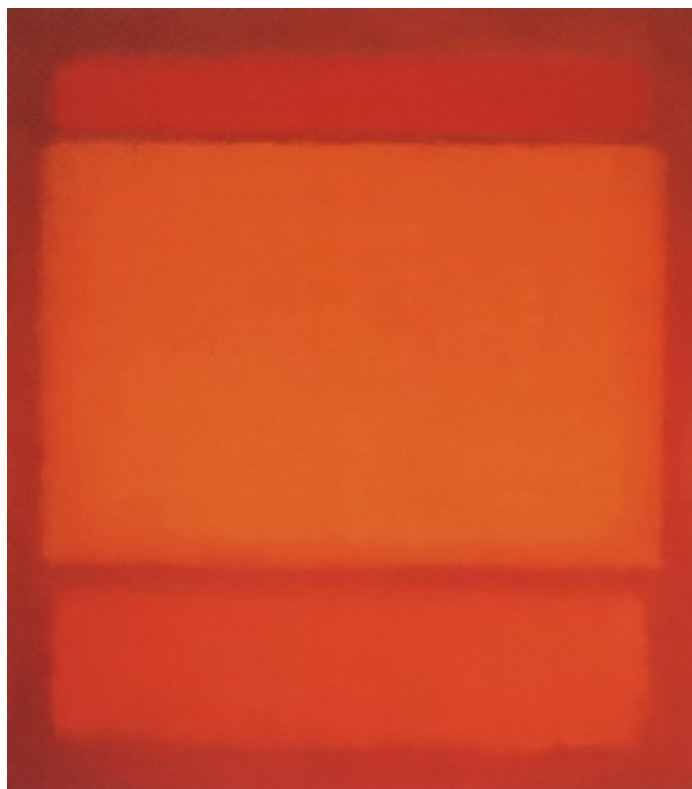
Oggi siamo a un nuovo grande passaggio, le complessità, la sfida climatica e gli enormi debiti pubblici fanno tornare di attualità gli argomenti di Schultze a favore di un maggiore coinvolgimento dei governi nella sfera economica.

Si sta verificando un cambio di regime anche nelle politiche monetarie. In questo particolare momento storico le banche centrali hanno forse più potere e influenza degli stessi governi e da grandi poteri, per dirla con il poeta, derivano grandi responsabilità. L'acquisto massivo di titoli pubblici sul mercato secondario ha aiutato a gestire i pesanti contraccolpi della pandemia ma, nei fatti, è un'azione che sterilizza parte del debito, si stima circa il 25% globale, e comporta il rischio della "giapponesizzazione" della politica monetaria. La nuova responsabilità è condurre la politica monetaria in un mondo post-pandemico molto diverso da quello precedente: nel livello micro si adeguano le modalità del lavoro, dell'insegnamento e della socialità, nel livello macro gli obiettivi della neutralità carbonica prevedono massicci investimenti e nuovo debito e, in Europa, le dimensioni dei debiti pubblici rendono anacronistici i parametri di Maastricht.

Questi sono solo alcuni dei paletti che segnano lo slalom delle banche centrali il cui maggiore obiettivo sarà mantenere la stabilità finanziaria, non lasciarsi sfuggire di mano l'aumento dei prezzi e nello stesso tempo non costituire un freno alla crescita, ancora vulnerabile alle incertezze della pandemia e dei rischi politici.

Le minute dell'ultima riunione del Federal Open Market Committee, l'organismo della Federal Reserve che governa i tassi, hanno portato nervosismo ma non sono stati una sorpresa: la banca centrale americana accelera il sentiero del rientro verso la normalità e già a marzo potrebbe mettere mano ai tassi, in base alle condizioni dell'economia, del mercato del lavoro e delle condizioni sanitarie generali.

Però c'è anche qualche buona notizia. A differenza delle precedenti Conferenze, il "Patto per il clima" sottoscritto dai 197 paesi conferma che le leadership politiche ed economiche sembrano davvero consapevoli che è finito il tempo delle tiepide dichiarazioni di intenti, che "nessuna azione non è più un'opzione". Le risorse e i capitali disponibili per finanziare la transizione energetica sono ingenti, "non c'è nessun bla bla bla" ha detto l'ex capo della Bank of England Mark Carney, oggi inviato speciale dell'ONU sul Cambiamento Climatico, "i soldi ci sono" ma vanno saputi spendere: ecco di nuovo la responsabilità dei governi nel creare le condizioni per adeguati ed efficaci piani di investimenti.



Il rosso è il colore della festa. Mark Rothko (1903-1970) "Red, Orange, Orange on Red", 1962. Olio su tela | © Saint Louis Art Museum

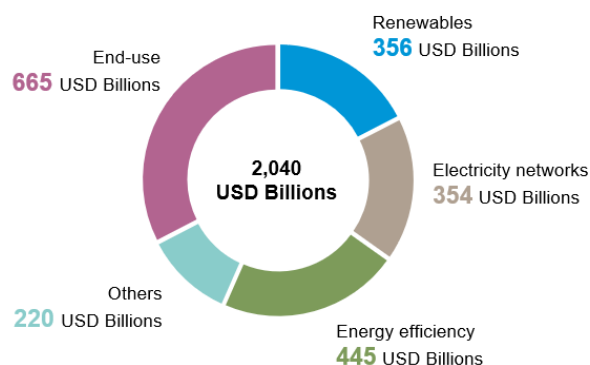
Le condizioni sono diverse per la Banca Centrale Europea dove Christine Lagarde, almeno per il momento, riesce nel difficile esercizio di mantenere una politica favorevole al credito e tenere a bada le pressioni tedesche con gli argomenti dell'inflazione da costi energetici e del ritardo del ciclo economico rispetto a quello americano.

La seconda parola del 2022 è, o dovrebbe essere,

Cura

Prima di tutto cura dell'ambiente, autentica priorità per tutti. La Conferenza di Glasgow ha lasciato l'amaro in bocca a tanti attivisti, sono andate deluse le attese di una accelerazione e di un impegno convinto nel frenare il riscaldamento globale, non c'è stata la corale correzione di rotta che gli ambientalisti chiedevano nelle piazze.

Gli obiettivi di neutralità carbonica sono stati procrastinati ed entro la fine del secolo, senza nuove modifiche agli impegni presi, l'aumento della temperatura del pianeta rispetto ai livelli preindustriali potrebbe raggiungere i 2,4 gradi centigradi, molto sopra il livello di 1,5 indicato come soglia oltre la quale le trasformazioni ambientali saranno irreversibili.



Stime degli investimenti annui necessari da qui al 2030. Fonte: GAM Investments, World Energy Outlook 2019.

Alla cura dell'ambiente si affiancano la cura delle relazioni economiche, che sono prima di tutto relazioni, e cura dell'economia intesa come scienza sociale che si occupa, e preoccupa, dei bisogni di tutti. L'americana Riane Eisler scrive che abituarsi al concetto di cura sarebbe "un passo in avanti verso una nuova idea di economia che dia visibilità e valore a quello che realmente ci rende felici ... porta alla prosperità economica e alla prosperità ambientale". Il concetto di valore, centrale nell'economia classica, è contiguo a quello di giustizia nella riflessione di Smith, Ricardo e Marx, e a quello dei valori, oggi rispecchiati negli approcci ESG. La cura è anche il presupposto per rapporti economici durevoli e soddisfacenti, cruciale in quelle relazioni, ad esempio il rapporto di agenzia, che nascono e si sviluppano proprio sull'elemento fiduciario.

La cura genera fiducia e, come sanno bene tutti i professionisti, reputazione e buone referenze sono il più potente motore dello sviluppo professionale. La fiducia cresce quando ci sono affinità emotiva e condivisione di valori: uno studio del 2018 dimostrava che la fiducia degli investitori verso i loro consulenti cresce quando questi ultimi comprendono i bisogni finanziari e i convincimenti etici del cliente e a questi conformano le scelte di portafoglio.



La parola "cura" è gravida di significati, nobilitata da Franco Battiato nella omonima canzone del 1997: "supererò le correnti gravitazionali, lo spazio e la luce per non farti invecchiare perché sei un essere speciale, ed io avrò cura di te". La Cura non è una canzone d'amore, come molti pensano, ma sono le parole che la parte spirituale rivolge all'essere umano e alla sua parte corporea.

La terza parola del 2022 è

Ansia

Negli ultimi dodici mesi le condizioni generali sono completamente cambiate, si è messo in movimento un cambio di paradigma che genera incertezza che, a sua volta, aumenta l'inquietudine delle famiglie, incrina la fiducia delle imprese, alimenta la volatilità dei mercati.

Ci lasciamo alle spalle alcune delle condizioni che hanno segnato l'ultimo decennio, assenza di inflazione o rendimenti obbligazionari in costante diminuzione, restano le inquietudini sanitarie e l'incertezza delle nuove varianti, l'ultima è stata rilevata a Cipro.

La prima settimana borsistica dell'anno è stata di per sé un segnale che non sarà un anno facile, nel 2022 termineranno gli stimoli della banca centrale americana e ci sarà l'inversione dei tassi, un nuovo ambiente che mette pressione a quegli asset i cui prezzi sono stati aiutati proprio dalla munificenza monetaria.

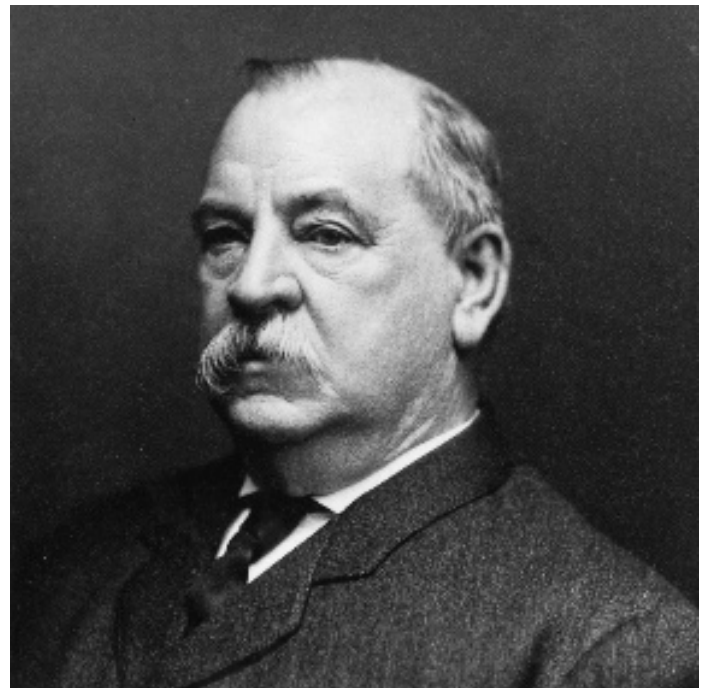
Nelle previsioni raccolte ogni anno da Bloomberg la parola più citata è "inflazione". A prescindere dal fatto che si riveli transitoria o strutturale, ci troviamo in ogni caso un ambiente inflazionistico, una condizione alla quale andranno ricondotte le preferenze allocative.

Il grafico "a pallini" che rappresenta le previsioni dei tassi formulate dai membri del FOMC mostra l'avvicinamento della svolta sui tassi ma le previsioni su quelli di lungo periodo non sono cambiate, l'esaurimento degli stimoli governativi costituirà un ulteriore punto di incertezza.

Nell'ultimo scorcio dello scorso anno su queste colonne abbiamo commentato rischi che ci accompagneranno anche nel 2022, l'inflazione, le varianti del virus, la sicurezza digitale. Oggi mettiamo in evidenza due rischi forse meno percepiti, il rischio politico negli Stati Uniti e i rischi della transizione energetica.

Se il prossimo novembre, nelle elezioni di metà mandato, i Repubblicani conquisteranno la maggioranza in una delle due camere, diventerà più complicato per Biden proseguire nel suo programma di spesa pubblica. Ma le elezioni di novembre costituiranno anche un test della qualità della democrazia negli Stati Uniti, andrà alle urne un paese profondamente diviso, con la grande parte degli elettori repubblicani convinta che i democratici abbiano rubato la presidenza, che lo sfregio alla democrazia non si sia consumato il 6 gennaio del 2021 ma nei giorni precedenti con la ratifica della vittoria di Biden. Una polarizzazione che riduce gli spazi alle pratiche di collaborazione bi-partisan che hanno tradizionalmente caratterizzato la politica interna, che incrina la fiducia nelle istituzioni e mette una seria ipoteca sulle elezioni del 2024 con Trump che prepara la propria candidatura facendo leva sulle componenti più radicali del partito repubblicano: le elezioni di novembre "non provocheranno di per sé una crisi" scrive il politologo Ian Bremmer, "ma costituiranno un momento storico".

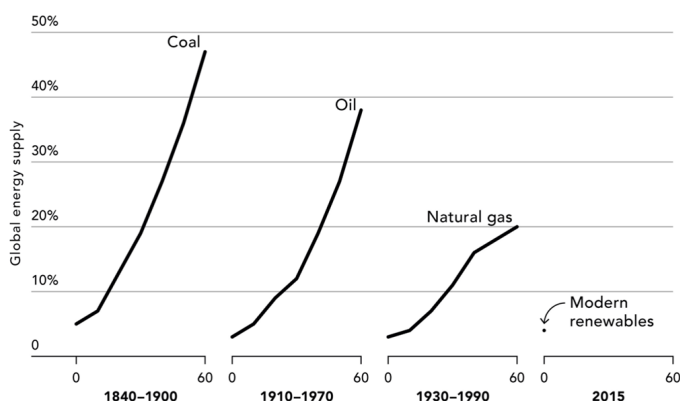
Le tensioni interne vanno di pari passo con le sfide che gli Stati Uniti devono affrontare nello scenario geo politico globale: la Russia è impegnata a ricostituire la rete di alleanze dell'ex impero sovietico nella regione euro-asiatica, la Cina di Xi Jinping allunga le sue ombre su Taiwan e rafforza la propria influenza nell'area indo-pacifica, l'Iran prosegue nel suo programma nucleare.



Grover Cleveland (1837-1908) è stato l'unico presidente degli Stati Uniti a lasciare la Casa Bianca e tornarvi dopo quattro anni.

Anche la transizione energetica costituisce un rischio di cui tenere debito conto. I massicci investimenti che essa comporta sono una buona notizia per l'ambiente e per gli investitori ma l'aumento dei prezzi dell'energia è un primo segnale della complessità. All'organismo economico mondiale servono ogni giorno circa cento milioni di barili di petrolio, quindici milioni di tonnellate di carbone, una decina di miliardi di metri cubi di gas. Corrispondono a poco più dell'80% del fabbisogno energetico globale e rilasciano nell'atmosfera, ogni anno, cinquantuno miliardi di tonnellate di gas serra. Non è semplicemente pensabile ridurre le emissioni e sostituire quella enorme quantità di energia fossile con fonti rinnovabili in breve tempo.

L'Alpha e il Beta del 20 settembre 2021 ("Climate chance") ricordava che le transizioni sono fenomeni che si dispiegano in lunghi archi temporali e che l'esortazione a fare presto si scontra con i limiti della tecnica. L'uso commerciale del petrolio cominciò negli anni Sessanta del XIX secolo, dopo cinquant'anni rappresentava ancora solo il 10% dell'offerta energetica mondiale; ci vollero altri trent'anni per raggiungere il 25%, scrive Bill Gates nel suo ultimo libro.



Sono necessari decenni per l'adozione di nuove fonti di energia. Fonte: B. Gates, "Clima, come evitare un disastro, le soluzioni di oggi le sfide di domani", La nave di Teseo, 2021, dati da V. Smil "Energy Transition".

La transizione energetica sarà lunga, faticosa, costosa, si svilupperà nella strettoia tra i vincoli tecnici relativi alle fonti rinnovabili (ad esempio stoccaggio e distribuzione), la mancanza di investimenti nelle fonti fossili, le tensioni geo politiche che amplificano le difficoltà dei paesi fortemente dipendenti dalle forniture estere (l'Europa su tutti). Il costo dell'energia resterà alto, complice anche l'apprezzamento del dollaro, e il riscaldamento globale, arrestato con lentezza, non impedirà fenomeni naturali estremi con il loro tragico bilancio di vite umane, di perdite economiche e ripercussioni sulla stabilità finanziaria. I più alti costi energetici avranno ripercussioni sui prezzi, Isabel Schnabel della Banca Centrale Europea li ha già additati come possibile ragione per il ritiro anticipato degli stimoli monetari.

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.

In termini di scelte allocative, l'incremento dei rendimenti nominali non ha granché migliorato i rendimenti reali e anche i tre possibili aumenti della Federal Reserve nel corso del 2022 porterebbero il tasso di sconto a 0,75%: la preferenza relativa alle azioni non è ancora scalfita. Il nuovo ambiente suggerisce una nuova rotazione settoriale e il ritorno del favore verso le azioni "value", in particolare verso i settori finanziario e dell'energia.

Perdono di favore le azioni "growth" e del settore tecnologico ma gli episodi del novembre 2020 e del luglio 2021 suggeriscono cautela nell'accantonare con troppa fretta le potenzialità della tecnologia nel lungo termine.

In un anno che si presenta particolarmente ricco di insidie, il rischio maggiore è costituito dal "bias del presente", la tentazione dell'appagamento immediato che fa trascurare i benefici spostati più avanti nel tempo.

Siamo tutti d'accordo che la frutta faccia bene e che dovremmo consumarne di più, intanto però, nell'immediato, ci gratifichiamo con un pezzetto di cioccolato! Accade lo stesso nella gestione del denaro, le scelte di investimento sono condizionate dalle esperienze più recenti, dalle informazioni più facilmente disponibili, il "presentismo" imprigiona molti risparmiatori e ne ottunde la visione di lungo termine eppure, come abbiamo spesso scritto su queste colonne, non vince chi azzecca una previsione, ma colui che sa tenere a bada l'emotività. Ha la meglio chi sa "controllare il gioco", mantiene lo sguardo sugli obiettivi di lungo termine, orienta i comportamenti sulla base di adeguate informazioni e, ultimo ma non ultimo, si confronta con un esperto di fiducia.

Il mio augurio per il nuovo anno è di non guardare in su, di tenere i piedi saldamente piantati nel terreno della concretezza, ovvero della fedeltà al metodo e del controllo delle emozioni.

Buon 2022 a tutte e a tutti