

L'ALPHA E IL BETA

28 maggio 2018

Il volto su Marte

La cautela sta prevalendo sulla compiacenza, la volatilità scuote le attività più rischiose ma forse le cose non sono sempre come si vedono

Solo pochi mesi fa, una delle parole più ripetute nelle analisi di scenario era 'complacency'. Impropriamente tradotto con 'compiacenza', il suo significato corretto è noncuranza, indifferenza.

In effetti gli ultimi mesi del 2017 e delle prime settimane del nuovo anno furono davvero segnati da una diffusa, apparente trascuratezza. Del resto, perché andare via dalla festa finché girano gli alcolici? Le politiche monetarie restavano accomodanti, gli utili societari promettenti (promesse ampiamente mantenute, in molti casi oltre le attese), e poi il taglio delle tasse negli Stati Uniti, la crescita globale sincronica.

L'altra faccia della medaglia, il vero rischio della 'complacency', era l'assunzione di troppi rischi da parte di troppi. I segnali non mancavano: la piena occupazione negli Stati Uniti, in Gran Bretagna, nel nord Europa, in Giappone, il prezzo di commodity e petrolio in crescita e quindi, a inizio febbraio, la crescita dei salari negli Stati Uniti. In queste ultime settimane in cui le fonti di incertezza hanno acquisito profili più nitidi, la compiacenza cede il posto alla cautela.

Il Treasury ha superato il livello del 3%, non accadeva dal 2014 (ne abbiamo parlato su L'Alpha e il Beta del 30 aprile scorso). Anche il prezzo del petrolio è tornato ai livelli del 2014. Dopo i fasti dei 100 dollari nel 2014 (Brent Crude) il prezzo è sceso verso i 40 nel 2016, un po' per la domanda globale lenta, un po' per l'offerta dello shale oil americano. I paesi produttori hanno adottato azioni comuni per sostenere il prezzo, si sono messi d'accordo su due grandi principi, maggiore flessibilità concessa a paesi con situazioni politiche particolarmente gravi (la Libia), l'inclusione di paesi non aderenti al cartello (la Russia). Favorito dalla solida ripresa globale e dalle sanzioni americane all'Iran, il prezzo del greggio è arrivato a quota 80 dollari a barile prima di ritracciare.

Negli ultimi mesi gli indici delle sorprese economiche si sono girati al negativo, l'attività economica in Europa sembra rallentare, deludendo i capitali che cercano rendimento fuori dagli Stati Uniti.

Poi c'è il dollaro il cui rally più lungo dal 2015 ha tolto il sonno a molti, tra questi il presidente argentino Macri, costretto a chiedere aiuto al Fondo Monetario nonostante l'accomodamento della banca centrale al 40% del tasso di sconto.

La pressione del dollaro non sembra destinata a rientrare a breve termine, i differenziali di rendimento sembrano in favore del biglietto verde. La forza del dollaro costituisce la fonte di maggior preoccupazione per gli investitori nei mercati emergenti.

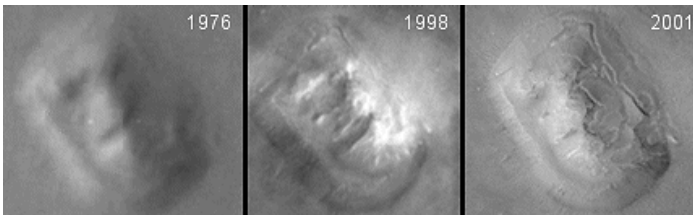
Guardando alle nubi che si stagliano sullo scenario economico globale, i fattori che abbiamo messo in fila sembrano mostrare immagini poco promettenti. Sarà capitato a tutti di guardare il cielo a naso in su e riconoscere un volto o un oggetto nella forma delle nuvole, oppure riconoscere un volto nel profilo di una montagna. E' un fenomeno antico che gli psicologi chiamano pareidolia, dal greco 'èidolon', immagine, con il prefisso 'parà', prossimo. E' la tendenza del subconscio a riconoscere strutture e forme ordinate in immagini disordinate, casuali.

Un celebre caso di pareidolia è la foto scattata dalla sonda Viking 1 su Marte nel 1976. L'immagine non lascia spazio a dubbi, quello che si vede è un volto umano non mancarono all'epoca le teorie su forme di vita e civiltà marziane scomparse.



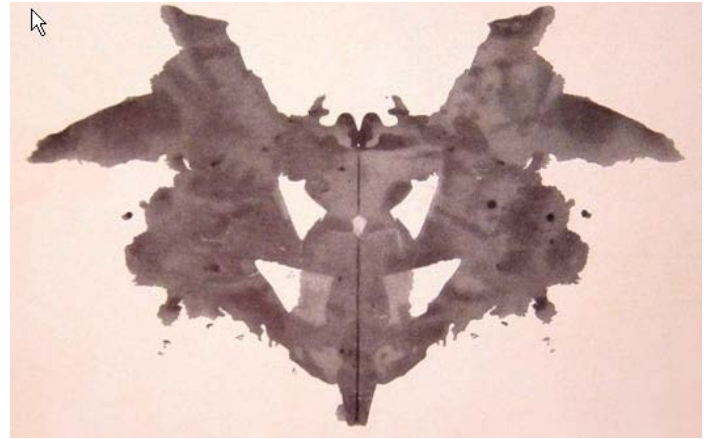
Il "volto su Marte" rilevato dalla sonda Viking 1 nel 1976. Fonte NASA

Il mistero venne risolto venticinque anni dopo. Nuovi rilievi effettuati con attrezzature più sofisticate dimostrarono che il volto era dovuto a imprecisioni nella trasmissione, alla bassa risoluzione fotografica, all'angolo di inclinazione del Sole. Il "volto" altro non è che un rilievo geologico, una formazione rocciosa che ha conquistato il primato nell'infinita casistica delle immagini curiose.



A sinistra la foto del 1976, rilevata da Viking1, al centro l'immagine del 1998 rilevata dal Mars Global Surveyor, e quindi l'immagine del 2001 ad alta risoluzione. Fonte: NASA

Di pareidolia ha parlato molte volte il professor Legrenzi ne "I soldi in testa" ricordando anche il test messo a punto dallo psicologo Hermann Rorschach, basato sull'idea che di fronte a situazioni ambigue, gli individui tendono a dare spiegazioni in base alla propria esperienza e al proprio carattere. Il test si articola in dieci tavole sulle quali macchie di inchiostro formano figure disordinate, al soggetto del test viene chiesto di dire cosa gli suggeriscono le immagini. Non esistono interpretazioni migliori o peggiori, sta alla perizia dello psicologo elaborare le risposte. In definitiva il fenomeno dimostra l'innata esigenza dell'uomo a conoscere, spiegare, comprendere, il suo bisogno di stabilire legami di senso per colmare l'ansia dell'ignoto.



Una delle "Macchie" del Test di Rorschach

Sempre l'amico Legrenzi, in più di un'occasione ha mostrato un breve filmato degli anni '40, forme geometriche che si muovono su un piano. Due triangoli e un cerchio si spostano attorno a un rettangolo. Tutti gli osservatori tendono a individuare una coppia, composta da un cerchio e un triangolo, insidiata da un 'cattivo', l'altro triangolo. Si tratta di semplici figure geometriche in movimento, eppure non si riesce a non umanizzarne i comportamenti, abbiamo davvero bisogno di vedere storie anche dove non ci sono per non sentirci smarriti!

THE EXPERIMENTS

Method. Our subjects were requested to interpret a moving picture-film of about 2½ min. duration in which three geometrical figures (a large

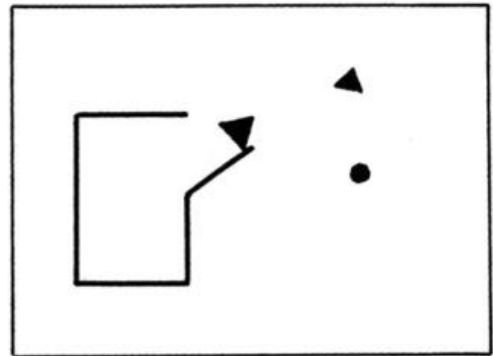


FIG. 1. EXPOSURE-OBJECTS DISPLAYED IN VARIOUS POSITIONS AND CONFIGURATIONS FROM THE MOVING FILM. Large triangle, small triangle, disc and house.

Tutto molto umano dunque ma, come insegna la finanza comportamentale, la mente inganna e la pareidolia è insidiosa perché tende a semplificare. Era più affascinante spiegare il volto su Marte con suggestive teorie di civiltà marziane scomparse, decisamente più complicato interrogarsi sulle complicate questioni tecniche di quella foto, sugli errori di trasmissione che avevano accentuato le macchie nere, su come migliorare la tecnica fotografica.



La semplificazione si fa ingannevole quando impedisce la comprensione della complessità. La polarizzazione del confronto politico che in queste ore ha fatto un salto di qualità, ha origine nella diade degli opposti semplificazione-complessità e nella forza delle narrazioni.

Fenomeni di pareidolia si rilevano anche nella tendenza a semplificare lo scenario economico.

Le sanzioni americane all'Iran fanno temere per il prezzo del petrolio ma non fermiamoci al profilo della nuvola, le sanzioni avranno un impatto probabilmente inferiore a quanto temuto.

Gran parte della produzione iraniana va verso Cina, India e Turchia, paesi che possono ignorare o aggirare le misure restrittive americane. L'Europa e il Giappone compenseranno il (poco) petrolio iraniano con l'offerta russa e saudita.

L'aumento del costo del carburante ha già eroso parte dei vantaggi derivati dalla riduzione delle tasse per la classe media americana, se il prezzo dovesse aumentare ancora, proprio all'inizio della "driving season", ne risentirebbe il consenso a Trump. In cambio dell'aiuto nel confronto con l'Iran, avversario storico, l'Arabia Saudita ha già annunciato l'aumento della produzione per evitare nuove tensioni sul prezzo del greggio che, infatti, ha già ritracciato.

Poi c'è il dollaro, la cui forza preoccupa soprattutto per le attività finanziarie dei mercati emergenti. L'indice azionario MSCI Emerging Markets è sceso al di sotto della media mobile a 200 giorni, tutte le valute emergenti sono state in ribasso sul movimento del biglietto verde e del Treasury a dieci anni. Che le attività delle economie emergenti siano vulnerabili al dollaro è un fatto ma, anche qui, cautela prima di riconoscere il profilo di un volto in un cumulo di nubi.

Negli ultimi giorni il rendimento del decennale ha ritracciato, sono rientrate le attese dell'inflazione e le minute del FOMC, il Comitato della Federal Reserve che governa i tassi, mostrano una banca centrale disposta a tollerare un po' di inflazione.

Le dinamiche demografiche continueranno a esercitare pressione sui rendimenti, i nuovi processi di produzione e commercializzazione continuano a frenare i prezzi.

A fronte delle molteplici fonti di incertezza e dei possibili esiti multipli, meglio non accondiscendere alle semplificazioni, il "buy the dip" e il "sell the rip" sono due facce della stessa approssimativa narrazione. Meglio restare aggrappati ai fondamentali.

L'attuale ciclo economico negli Stati Uniti è il secondo più lungo del dopoguerra, ha superato i 106 mesi dal febbraio 1961 al dicembre 1969 e potrebbe scalzare il primato della lunga corsa espansiva dal marzo 1991 al marzo 2001, 120 mesi esatti di crescita al tasso medio annuo del 2%. Non c'è ancora motivo per temere un rallentamento nei prossimi mesi.

La grandezza da tenere d'occhio è l'inflazione, la wild card che condiziona i tassi e i rendimenti. Finché la sua direzione non sarà più chiara i mercati resteranno sotto il segno della cautela, meglio acconciarsi a performance azionarie modeste. "Negli Stati Uniti i multipli sono sopra la media, c'è meno spazio per sovraperformance dovuta alle valutazioni" scrive il nostro Larry Hatheway "i rendimenti obbligazionari e i tassi a breve termine continueranno il loro movimento verso l'alto in fase con crescita economica e inflazione mentre le banche centrali proseguono nel loro processo di normalizzazione".



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

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.