

CRYPTO, CAMBIAMENTI EPOCALI E SCELTE DI INVESTIMENTO



Alle volte, nella vita, abbiamo la sensazione di aver avuto una premonizione. In realtà, come accade per tutte le coincidenze, il fenomeno è puramente casuale. Ma l'impressione è comunque molto forte. Quest'anno ho voluto, con un po' di supersensazione consapevole, considerare di buon auspicio il fatto che il Nasdaq fosse salito di più del 5% il giorno del mio compleanno!

Tutto ciò deriva dalla tendenza a eliminare il caso dalla vita, tendenza che è particolarmente pericolosa quando ragioniamo sugli investimenti (Carlo Benetti ha bene e giustamente ripreso, nella lezione del 7 novembre e in quella del 21 novembre, perfettamente intitolata "la ricerca del tempo", la nozione CAPE di Shiller, il "random walk", e la "memoria a lungo termine dei mercati" di Andrew Low, memoria che, col passare del tempo conferisce stabilità avendo eliminato le contingenze).



Copertina dell'Economist del 19 novembre che scrive (p. 13): "Mai prima le crypto sono apparse così inutili e fonti di spreco e criminalità". Ovviamente la responsabilità non è della tecnologia ma dell'uso che se ne è fatta. La eventuale responsabilità è del tutto indiretta in quanto le nuove tecnologie sono spesso contro-intuitive e oscure (cfr. Lezione 477: Le idee contro-intuitive fanno fatica ad affermarsi: per questo ci vuole un consulente; purtroppo in questo caso anche molti consulenti esperti non avevano capito e poi hanno chiesto scusa per tale cecità).

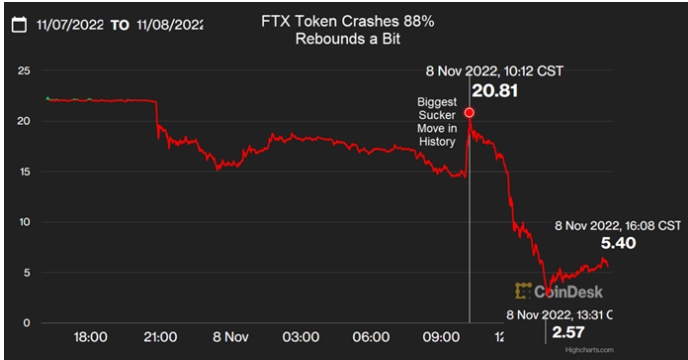
La tendenza a vedere cause, dove in realtà quello che agisce è solo il caso, fa parte della difficoltà a comportarsi da "apoti", di cui ho parlato nella lezione 476 del 17 novembre. Sempre per una di quelle coincidenze che siamo tentati di scambiare per "premonizioni", subito dopo aver ricordati gli "apoti" (e cioè coloro che secondo Prezzolini "se le bevono"), il 19 novembre – solo due giorni dopo! – in modo del tutto inaspettato, il più importante quotidiano economico italiano ci racconta che l'exchange sui crypto, di cui ho parlato nelle lezioni precedenti, era considerato dagli operatori uno dei migliori e più sicuri: "le numerose funzionalità e la qualità tecnologica del servizio offerto avevano attratto tanti trader professionisti".

Come mai se l'erano bevuta? Per il solito mix micidiale di fattori: imitazione, leggerezza, tendenza a vedere solo il lato roseo e i casi positivi, incomprendimento dei meccanismi tecnologici e dell'intelligenza artificiale, gusto per la novità. Un mix di fattori che, come ho già detto, si è rivelato tanto più pernicioso quanto più era stato trascurato o affrontato con leggerezza. Probabilmente, sotto altre forme, questo meccanismo si ripeterà nella sua struttura di base, di per sé semplice: spacciare per rendimenti quelli che in realtà sono nuovi investimenti o affidamenti, fino all'inevitabile scricchiolio, lo scoppio della bolla rappresentato nella figura precedente come la caduta improvvisa di un meteorite, e l'effetto palla di neve che diventa valanga e trasforma di colpo l'eccessivo e inconsapevole rispetto in eccessivo sospetto e paura. La morale è sempre quella: diffidare di tutto ciò che non si capisce veramente bene, di ciò che è complicato, dei prodotti costruiti con strutture probabilistiche o complesse, soprattutto se spalmate nel tempo futuro, insomma, in una parola, delle scommesse rischiose.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

Ma parliamo ora non di fenomeni contingenti, per quanto gravi, ma di tendenze a lungo termine e di cambiamenti che fanno epoca, vere e proprie svolte. Questo è il momento di parlare di queste cose, per lo meno di queste cose devono parlare gli apoti di prezzoliniana memoria.



Le bolle scoppiano repentine: proprio l'opposto del "random walk" che, col passare del tempo, si trasforma in tendenze a lungo termine relativamente stabili su intervalli di lunga durata. Fonte: Bloomberg modificata.

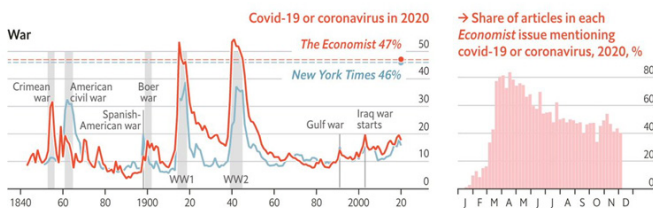
In questi ultimi due anni abbiamo avuto due cambiamenti entrambi epocali.

Il primo ha toccato la nostra salute: il ritorno di una pandemia forte che non conoscevamo, almeno con tale virulenza, dai tempi della spagnola, un secolo fa.

Il secondo è la fine dell'assenza dell'inflazione e il ritorno a tempi molto lontani nelle memorie dei più, quando l'inflazione era a due cifre, tempi di cui solo gli ottuagenari come me hanno un vivo ricordo. Il ritorno dell'inflazione ha, ovviamente, coinciso con la fine della situazione anomala in cui si erano avuti tassi negativi, almeno nel caso del reddito fisso più sicuro. La fine di un'epoca d'oro, irripetibile.

→ The covid-19 pandemic has dominated news coverage more than any other topic since the second world war

Share of articles mentioning keyword in each year in *The Economist* and the *New York Times*, %



La pandemia come una delle grandi storie "epocali": la copertura delle notizie di Economist e Nyt nell'arco di quasi due secoli. Fonte: Economist modificata.

Si pensi che, anche senza partire prendendo come riferimento il lontano e faticoso marzo 2009: vero il punto di svolta, e considerando soltanto l'ultimo decennio, questi sono stati i rendimenti annuali del mitico periodo - andando a ritroso dal 19 novembre 2022, in euro:

- Europa 4,77
- Nord America 12,89
- Pacifico 4,92
- Paesi emergenti 1,85

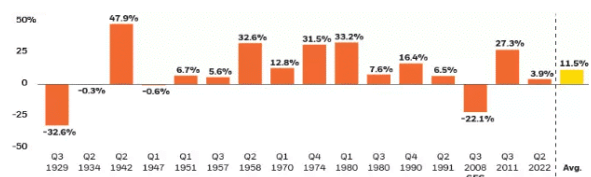
Quattro rendimenti annualizzati sull'ultimo decennio i cui confronti non richiedono commenti perché li ho già fatti più volte in passato (e tralascio il reddito fisso, la cenerentola del decennio, da cui l'abbandono del classico 60/40 di cui più volte ho parlato).

Oggi assistiamo al ritorno a una normalità di cui tutti non hanno memoria dato che ben pochi studiano il passato per cogliere le "onde lunghe", quelle che sono uno degli indici più sicuri e affidabili dei mercati. Dato che da più di un decennio ho più volte e in più occasioni consigliato di investire in modo diversificato sulla borsa americana comprando (con commissioni pressoché nulle) l'indice S&P 500, che automaticamente si diversifica e si ripulisce delle aziende non più profittevoli espellendole, la prima domanda da farsi ora è ovvia.

Che cosa ci insegna la storia passata, e cioè l'ultimo secolo, di quello che capita allo S&P 500 - l'indice principe come si è detto - dopo che l'inflazione ha raggiunto il suo picco? Come si vede dalla figura successiva - a partire dal 1950 e con l'unica eccezione del 2008 - la borsa americana ha avuto sempre un andamento positivo dopo il picco dell'inflazione: la crescita media su un secolo è stata dell'11,5%.

Equity performance following prior inflation peaks

S&P 500 return 12 months after peak inflation, 1927-2022

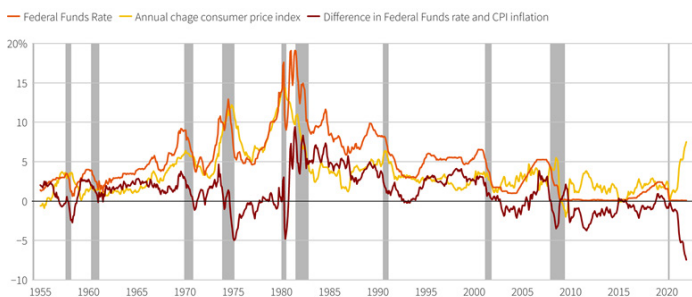


Source: BlackRock Fundamental Equities, with data from Bloomberg and National Bureau of Economic Research (NBER) as of September 2022. Peak inflation represented by year-over-year change in CPI in NBER-defined business cycles. Returns shown are price returns (excluding dividends) and calculated starting from the month in each cycle when change in CPI was at its highest. 2022 return is from June 30 to Sept. 13 and is not factored into the average. Past performance is not indicative of current or future results. Indexes are unmanaged. It is not possible to invest directly in an index.

I rendimenti dello S&P in seguito ai picchi dell'inflazione nell'ultimo secolo. Quando l'inflazione scende per solito le cose cominciano ad andare meglio: due eccezioni in un secolo hanno coinciso con forti recessioni. Fonte: Bloomberg modificata.

La figura precedente innesca quindi un secondo interrogativo: quando l'inflazione comincerà a scendere? Quando avrà raggiunto il suo picco? Questa è una domanda a cui è meno facile rispondere perché dipende dalla politica della Fed. Si tratta delle scelte sui tassi ed è per questo che tutti cercano di capire che cosa decideranno i governatori della Fed, e in primis Powell, a questo riguardo. In realtà non lo sanno neppure loro perché le principali banche centrali hanno dichiarato che "decideranno sulla base delle circostanze del momento". Anche se si ha sempre la tentazione di padroneggiare l'immediato futuro per tenerlo sotto controllo, la verità è che le previsioni a breve sono inaffidabili.

L'attuale andamento dei prezzi al consumo – come mostra la seguente figura – deve indurre a pazienza perché non siamo ancora giunti al picco alto dell'onda. Il dato che è cruciale è la differenza tra il livello dei tassi della Fed e quello dell'indice dei prezzi al consumo. Questa differenza non è mai stata così alta dagli anni Ottanta del secolo scorso e, attualmente, la differenza ha sfondato anche quel livello del passato. Ci vorrà quindi ancora un po' di tempo per riprendere la normalità anche se speriamo non sia raggiunta in modo troppo rapido e violento perché questo deprimerebbe l'economia potendoci portare perfino alla recessione (vedi figura).



Note: Gray bars denote recession
Source: U.S. Federal Reserve, U.S. Bureau of Labor Statistics

La figura mostra, dal 1955, l'andamento cruciale della differenza tra i Fed fund e i prezzi al consumo in Usa. Fonte: Bloomberg modificata.

La figura mostra che - se, da un lato, è stata rapidissima la ripresa dopo il crollo dal Covid 19 che ha costituito un fattore esogeno per quanto eccezionale (vedi copertura stampa) - è da prevedere che ci vorrà più pazienza perché il differenziale indicato nel grafico precedente si riduca, così come è successo nel 2008.

Bear History

Covid selloff is the only recent bear market with a fast recovery

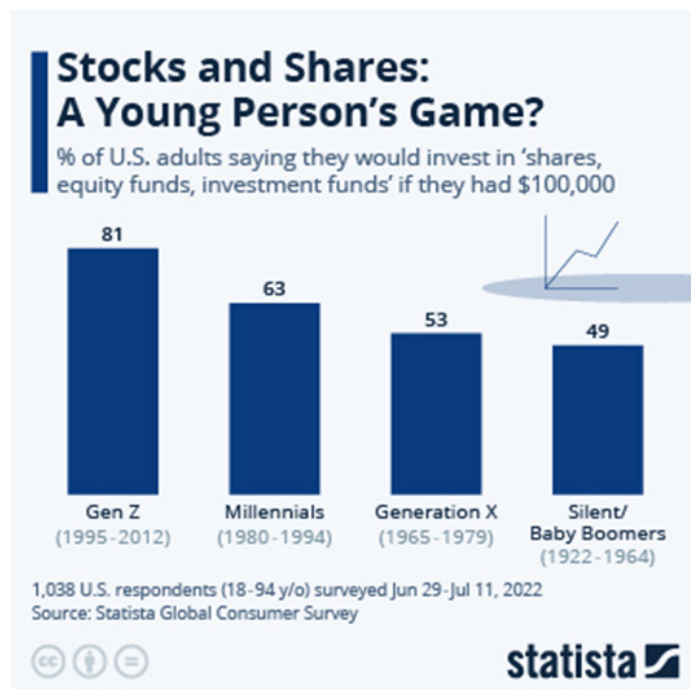


La rapidità dal selloff innescato dalla paura del Covid, prima della prodigiosa rapidissima messa a punto dei vaccini, è dovuta alla natura esogena e paurosa di questo fattore esogeno. Fonte: Bloomberg modificata.

Per noi europei e, in particolare, per noi italiani, sarà anche rilevante per i nostri investimenti l'andamento del dollaro dato che ho sempre consigliato di tenere lo S&P 500 in dollari. Questo perché per un italiano medio tutti i redditi, risparmi e investimenti si muovono in un mondo-euro. Tenere i dollari è quindi una fonte di diversificazione e quindi di tranquilla sicurezza sui tempi lunghi.

Dopo tutte queste botte e risposte arriva ora il quesito più importante, quello cruciale, quello a cui è più difficile dare risposta. Esso riguarda lo stile e le preferenze dei giovani, quelli che determineranno sempre più le scelte complessive sullo S&P 500 nel decennio futuro.

Nella prossima lezione partirò da un'analisi di questa tabella:



La seguente tabella mostra un sondaggio su un campione rappresentativo di statunitensi di diverse fasce d'età. Si nota che passando dalla generazione dei 1922-1964enni (la mia) per muovere verso alla generazione X (di mio figlio), fino ai più giovani della generazione Z, le persone si dichiarano sempre più favorevoli all'investimento azionario. Tabella cruciale perché i giovani saranno gli investitori del futuro. Fonte: Bloomberg modificata.

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

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.