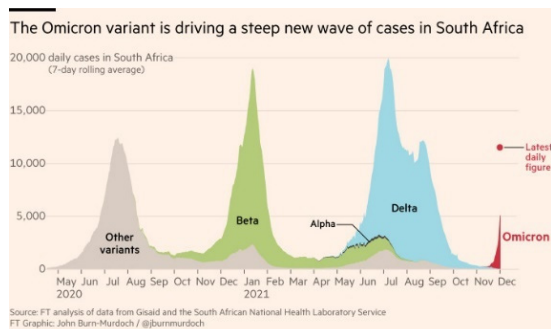


FOLLOW THE MONEY

La nuova variante Omicron spaventa più dell'inflazione; per certi verso sembra il film già visto a luglio sulla variante Delta ma, naturalmente, non possiamo essere sicuri che la fine sia la medesima. "Follow the money", non le notizie: i flussi di liquidità sono più affidabili dell'andamento erratico di breve periodo

La nuova variante del Covid 19, molto più contagiosa delle precedenti, rischia di rovinare le feste di Natale delle famiglie e le ultime settimane dei mercati.

Molte aziende hanno annullato i party di Natale ma, d'altro canto, accampare ragioni sanitarie sarà solido argomento per rimbalzare inviti a feste e aperitivi sgraditi. Sono a rischio gli "sbaciucchiamenti sotto il vischio", per dirla con le parole di una ministra inglese, cresce il numero dei contagiati e dei ricoverati, alcuni governi hanno sospeso i collegamenti con i paesi della parte meridionale dell'Africa, epicentro della nuova variante.

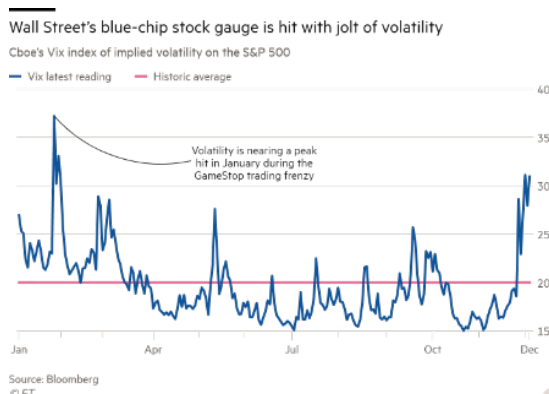


Insorgenza della variante Omicron in Sud Africa. Fonte: FT, Gisaid e South African National Health Laboratory Service.

Opinioni contrastanti sulle difese verso la nuova variante B.1.1.529 hanno mandato i mercati nel panico. Prima le dichiarazioni del CEO di Moderna Stéphane Bancel sulla inefficacia dei vaccini, poi le più rassicuranti parole di Ugur Sahin, lo scienziato a capo di BioNTech, convinto che invece gli attuali vaccini forniscano un elevato livello di protezione.

Omicron insegue i mercati come il fantasma di Banco ossessionava Macbeth.

La paura di un ritorno dei lockdown innervosisce gli operatori e il registro "risk-off" ha investito i settori più vulnerabili a eventuali misure restrittive, si sono allargati gli spread, il differenziale di rendimento delle emissioni high yield con i titoli risk free è passato da circa 300 punti base a inizio mese a oltre 360 punti. Sono scese pesantemente anche le criptovalute, a loro volta catturate nella corrente di volatilità e avversione al rischio; una discesa che, per inciso, è anche una smentita della loro alterità e perfetta decorrelazione con i mercati.



Aumentata la volatilità. Fonte: FT, Bloomberg.



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

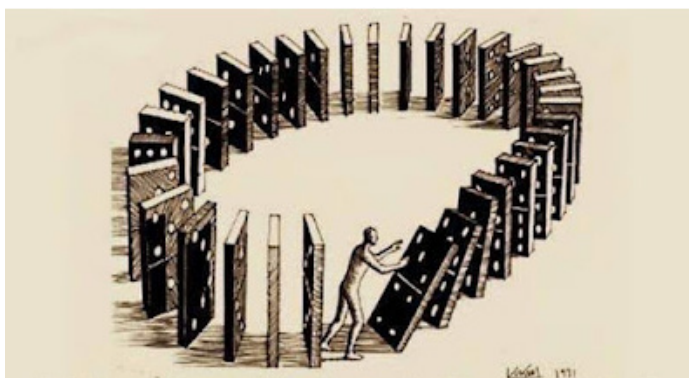
Con valutazioni a questi livelli e con miliardi di dollari investiti quest'anno in azioni, sono sufficienti pochi refoli di incertezza per aumentare la volatilità.

Sembra di assistere alla replica di un film già visto nell'estate, quando erano la variante Delta e l'incertezza della sua pericolosità a scompaginare le carte. Lo scorso 19 luglio il Dow Jones crollò di oltre due punti percentuali, la perdita dello S&P 500 fu di 1,6%, quella del Nasdaq di 1,1%, valori che non si vedevano dall'ottobre precedente. Anche le obbligazioni pagarono il dazio alla paura che la variante Delta frenasse la ripresa economica, il rendimento del decennale scivolò sotto 1,2%.

La memoria di quei dubbi estivi si è velocemente sbiadita sotto la forza del formidabile recupero delle settimane e dei mesi successivi, sostenuto dalle assicurazioni degli scienziati sulla capacità di difesa delle coperture vaccinali. In questi giorni assistiamo a qualche analogia con quelle paure estive, l'incertezza degli scienziati, che hanno bisogno di tempo per valutare se le nuove varianti possano superare le difese vaccinali, si traduce in più alta volatilità dei mercati, per loro natura impazienti. E se per gli scienziati è presto per trarre conclusioni sulla reale pericolosità di Omicron, è altrettanto presto per affermare con sicurezza che la reazione dei mercati sia eccessiva, che il film di dicembre finirà come quello di luglio.

Ogni volta che nelle valutazioni e nelle previsioni finanziarie leggiamo l'espressione "potrebbe", dobbiamo essere avvertiti che vale anche il suo contrario, "potrebbe non". Non si tratta del vecchio inganno della Sibilla ma, più semplicemente, il riconoscimento che la storia non precede secondo leggi deterministiche, non esistono relazioni lineari tra cause ed effetti.

Trarre conclusioni su come andranno le cose è sempre avventato. Guardando al passato, all'evoluzione della storia, sembra che fatti, eventi o rivoluzioni siano stati l'inevitabile esito dei fatti e degli eventi che li hanno preceduti; date quelle certe premesse, è come se gli eventi successivi non avrebbero potuto essere diversi. Ma la grande storia dell'umanità e le piccole storie di ogni singolo individuo non procedono per logiche lineari.



"Vivere tra la gente è sentirsi foglia sbattuta. Viene il bisogno d'isolarsi, di sfuggire al determinismo di tutte quelle palle da biliardo" Cesare Pavese "Il mestiere di vivere", 1952

Bill Gates ha frequentato le scuole superiori in un quartiere di Seattle. Ma il caso volle che il giovane Gates frequentasse l'unica scuola negli Stati Uniti dotata di un computer. Era il 1968, la presenza di un computer in un istituto scolastico costituiva una straordinaria eccezione. Nel caso della Lakeside School il merito fu di un insegnante di matematica lungimirante che aveva convinto il Comitato dei Genitori a investire i denari del loro fondo nell'acquisto di un Teletype Model 30, agganciato in "time-sharing" a un mainframe della General Electric. Anche l'idea del time sharing era nuovissima, elaborata appena tre anni prima, nel 1965.

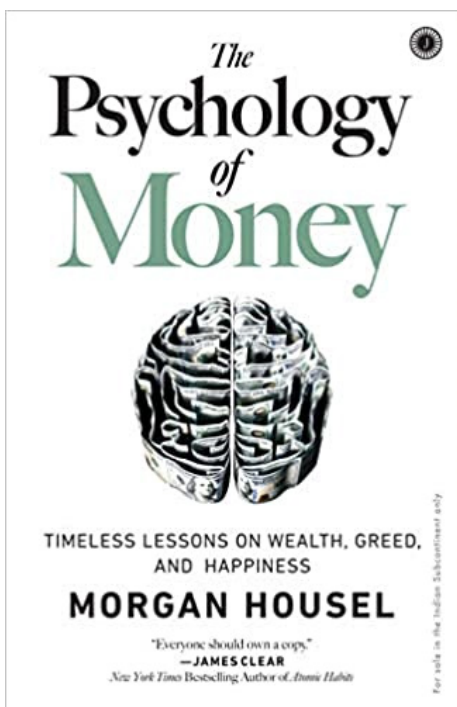
In quella scuola Bill Gates conobbe Paul Allen, un compagno di classe a sua volta affascinato dalle possibilità offerte da quella macchina straordinaria. "Nel 1968 c'erano circa 303 milioni di ragazzi nelle scuole superiori di tutto il mondo e circa 18 milioni erano negli Stati Uniti" scrive Morgen Housel. Di quei 18 milioni, poco più di 100.000 erano nell'area di Seattle ma solo trecento frequentarono la Lakeside School e tra quei trecento c'erano Bill Gates e Paul Allen.

Sappiamo cosa venne fuori dall'intesa tra i due geniali adolescenti ma se non si fossero trovati nell'unica scuola al mondo dotata di un computer, forse le cose sarebbero andate in un altro modo. "Se non ci fosse stata la Lakeside School, Microsoft non sarebbe mai esistita" disse Bill Gates agli studenti nel 2005.

La vera legge della storia è la casualità, lo aveva già intuito Tucidide che attribuisce a Tyche, dea della sorte, un ruolo decisivo nell'esito della guerra del Peloponneso, "il corso di una guerra è sempre corredato di imprevisti" fa dire al saggio re spartano Archidamo.

Housel riferisce che alla domanda su quali aspetti ancora sconosciuti dell'attività di investimento vorrebbe conoscere, Robert Shiller rispose "il ruolo preciso della fortuna nel caso dei risultati di successo".

Shiller ha ragione, il caso, la Tyche di Tucidide, gioca un ruolo potente nel susseguirsi degli eventi, i molteplici fatti storici o finanziari non si distribuiscono attorno a una linea retta in un immaginario diagramma di dispersione, ogni tentativo di prevedere il futuro prossimo immaginando le possibili evoluzioni delle variabili che conosciamo è inutile prima ancora che incauto.



Morgan Housel, "The Psychology of Money", 2020

Se ricordiamo le condizioni del mondo e delle economie negli anni Ottanta, quando prese avvio l'ultimo cambio di regime, nessuno avrebbe potuto immaginare, e nessuno lo fece, come sarebbe stato il mondo da lì a pochi decenni. Le dimensioni e l'influenza dell'economia cinese, l'eccesso di risparmio sugli investimenti, i tassi negativi e un debito a livelli mai visti nella storia.

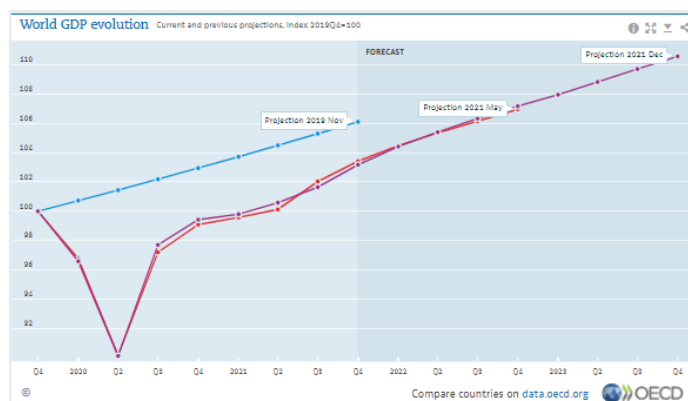
I possibili esiti delle variabili in gioco sono numerosi anche oggi: se la risposta sanitaria alla variante Omicron si rivelasse insufficiente, se i confinamenti tornassero una scelta praticabile nonostante i costi sociali ed economici, andrebbe riconsiderata anche la risposta delle banche centrali all'inflazione.

Qualche settimana fa L'Alpha e il Beta ricordava la correlazione tra azioni e obbligazioni: cedimenti nei prezzi di entrambe le grandi classi di attivo indicano preoccupazioni sulla crescita futura.

Nella sala degli specchi, dove i mercati scrutano parole e opere delle banche centrali e le banche centrali a loro volta osservano i comportamenti dei mercati, qualcosa potrebbe cambiare.

E' di questo avviso Michael Saunders della Banca d'Inghilterra, un "falco" che il mese scorso votò a favore di un aumento del tasso di interesse. Pochi giorni fa ha dichiarato che prima di decidere di nuovo sui tassi è opportuno saperne di più sulla variante Omicron, valutarne la reale capacità di rallentare l'attività economica. Sui commenti di Saunders la sterlina ha ceduto terreno, le sue parole sono state interpretate come minore probabilità di un aumento dei tassi alla prossima riunione della Banca d'Inghilterra.

Le previsioni sugli aumenti della Fed nel 2022 sono passate da tre a due e in un eventuale peggioramento della situazione le parole di Saunders potrebbero trovare eco in altri banchieri centrali.

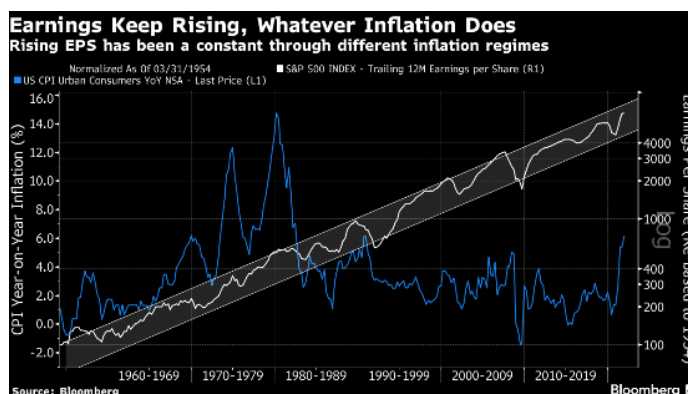


Evoluzione del PIL mondiale. Fonte OECD, Dec 2021.

Secondo l'ultimo rapporto sull'economia globale dell'OECD la crescita resta il carattere distintivo delle economie avanzate ma innervata da squilibri tra paesi e settori che la rendono ancora fragile; venerdì scorso i dati del lavoro americani sono stati più deboli del previsto, 210.000 nuovi posti di lavoro rispetto ai 550.000 attesi. Le dinamiche dell'occupazione sono seguite da vicino perché sono la bussola della Federal Reserve: una volta colmato il divario con i livelli occupazionali precedenti la pandemia non ci saranno ragioni, in presenza di un'attività economica con buoni ritmi, per non alzare i tassi dagli attuali innaturali livelli.

Ma i livelli occupazionali sono ancora lontani da quelli del gennaio 2020 e l'attività economica è ancora fortemente dipendente dalle condizioni sanitarie. Nelle minute del Federal Open Market Committee leggiamo che "il percorso dell'economia continua a dipendere dalle evoluzioni del virus". I rendimenti della scadenza decennale sono scesi mentre sono aumentati quelli di breve termine, il mercato sembra più preoccupato dei tassi in aumento che dell'inflazione nel lungo termine.

La variante Omicron intrappola nell'iper-incertezza dei molti possibili esiti; in questi casi il vecchio motto "follow the money" resta il più attendibile: "segui il denaro" non le notizie, la liquidità è sempre un indizio prezioso e John Authers di Bloomberg ricorda l'eccezionale disponibilità di denaro nei conti degli americani, i flussi che sono andati negli investimenti azionari, le prospettive ancora positive di crescita e utili.



Gli utili aziendali crescono anche in un contesto di inflazione. Fonte: Bloomberg.

Si aprono diverse prospettive, Powell ha cambiato registro comunicativo, sic transit la transitorietà dell'inflazione, da una parte prende velocità il tapering e dall'altra la variante Omicron è, almeno per il momento, il "Saturno contro".

Se la nuova variante si rivelasse irrilevante "allora compra azioni", scrive Authers, se invece costituirà una seria minaccia la Fed dovrà agire di conseguenza per cui ... "compra azioni".

La logica del "testa vinco io, croce perdi tu" descritta da Authers comporta a sua volta controindicazioni: se è prematura qualsiasi conclusione sulla efficacia dei vaccini, anche qualsiasi mossa sui portafogli potrebbe rivelarsi precipitosa.

La tendenza a reagire in situazioni di emergenza o di pericolo, il cosiddetto "activity bias", il più delle volte aiuta a superare le difficoltà ma non quando si tratta di investimenti. Le azioni, con molta probabilità, continueranno a fare meglio delle obbligazioni eppure, nonostante il convincimento basato su ragionevoli assunzioni, nessun portafoglio è completamente investito in azioni. La diversificazione intelligente serve proprio a questo, a proteggere dall'imprevedibilità dei molti, possibili esiti: è probabile che nel prossimo futuro la variante Omicron sarà trattata alla stessa stregua della Delta, contagiosa ma non più pericolosa, ma non lo sappiamo ancora.

Quello che però sappiamo è che le condizioni dei mercati cambiano continuamente, le regole dell'investitore, diversificazione, pazienza, perseveranza, fedeltà al metodo, flessibilità, restano sempre le stesse.

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.