

LA SINDROME DELL'OROLOGIO ROTTO E LE PROSPETTIVE APERTE DEL 2023

Commento Dicembre 2022

Ad azzeccare le previsioni sull'andamento degli *asset* finanziari nel 2022 sono stati essenzialmente solo quegli analisti vittime della sindrome dell'orologio rotto. Si tratta di persone che, anche partendo da ragionamenti macroeconomici diversi, giungono alla stessa incontestabile conclusione: i mercati sono destinati a scendere perché intrinsecamente instabili. La loro previsione non cambia mai di anno in anno. E come i vecchi orologi analogici rotti, due volte al giorno, tutti i giorni, sono estremamente precisi, anche se tacciono nel tempo restante. Ma il 2022 è stato certamente il loro anno. Quasi tutti gli altri hanno sbagliato, sia i principali strateghi delle più importanti banche del mondo, sia l'*élite* di Wall Street che lavora nei "fondi più intelligenti", sia, addirittura, le banche centrali che, almeno in linea teorica, dovrebbero avere in mano gli strumenti più sofisticati per interpretare e direzionare l'andamento dei mercati. Un errore così ampiamente condiviso non può passare inosservato. Non si tratta più solo di

giudicare la superficialità o l'incompetenza del singolo (anche se c'è chi ci ha messo del suo). L'incapacità globale di cogliere, almeno in parte, i segnali che il mercato costantemente esprime può essere solo l'espressione di una trasformazione sistemica, per non dire paradigmatica.

La scienza economica ha compiuto importanti sforzi per modellizzare la macroeconomia. I nuovi sofisticati calcoli econometrici, inseriti in un supercalcolatore, si pensava fossero in grado d'illuminare, anche in termini predittivi, variabili quali la crescita del Prodotto interno lordo (PIL), dell'inflazione, della disoccupazione e delle correlazioni di queste variabili con la massa monetaria. Invece così non è stato nel 2022. Ora gli economisti dovranno chiedersi se la finanza quantitativa può esistere così come è, pensando, grazie alla matematica, di averla resa una scienza simile alla fisica. O se invece non bisogna tornare ad un approccio più olistico, riscoprendo i metodi logici della

filosofia (dalla quale si è staccata) e ripercorrendo esperienze tipo quelle della *Nouvelle Histoire* francese che aveva inglobato le scienze sociali nell'analisi storica. Ciò non vuol dire che vanno abbandonati i modelli econometrici. Sono piuttosto le loro premesse che hanno bisogno di essere poste secondo valutazioni più ampie, per evitare le prigioni ideologiche sulle quali i modelli stessi vengono poi costruiti. Gli affetti da sindrome dell'orologio rotto, che spesso dimostrano profonde capacità analitiche, inciampano poi su un aspetto cruciale: non solo loro vedono i problemi. Ci sono anche figure private e istituzionali che li contrastano. Chi meglio riesce ad interpretare le tendenze in atto deve anche saper anticipare le reazioni che esse producono. Che fare nel frattempo? Piegarsi alla sindrome dell'orologio rotto così ogni tanto ci si azzecca? O, semplicemente, cercare fra la massa di informazioni disponibili, quegli elementi che definiscono una tendenza, cercando di capire quando la sostanza cambia e quindi un *trend* s'interrompe?

Alla fine del 2021, malgrado gli asset finanziari si sono fortemente rafforzati, ci si preparava con moderato ottimismo al

nuovo anno. Certo non ci si aspettava di ripetere le belle *performance* da post pandemia, proprio per le valutazioni raggiunte. Ma si era convinti che generose politiche fiscali avrebbero stimolato la crescita perché nel rapporto debito/PIL, gli stati, indebitati oltre misura a causa delle restrizioni sanitarie, avrebbero messo l'accento sulla crescita del PIL proprio per non dover metter mano al debito che, così facendo, sarebbe rimasto sostenibile. Il fatto di vivere ancora in un mondo ad inflazione moderata avrebbe permesso di utilizzare la leva del debito per finanziare - gratis, visto che i tassi erano vicini allo zero o addirittura negativi - la nuova economia digitale de-carbonizzata. Questa sembrava beneficiare degli effetti indiretti del Covid, che aveva obbligato a produrre di più con meno personale e più digitalizzazione, rendendo le economie più produttive.

Certo, era chiaro che non si sarebbe potuto stampare soldi all'infinito e che, *in primis* la Federal Reserve, avrebbe iniziato a drenare parte dell'enorme liquidità immessa sul mercato. Ma i mercati speravano che la Cina avrebbe compiuto il percorso inverso. Avendo beneficiato, nel 2021, degli effetti della

grande massa di liquidità prodotta dalle banche centrali occidentali (Giappone compreso), l'anno successivo sarebbe stata lei a fornirne, aiutando di fatto l'economia mondiale a restare in un percorso di crescita. Tanto più che l'inflazione non era un problema per il paese di Xi Jinping. Lo stesso Larry Summers, economista molto ascoltato a Wall Street e dall'amministrazione statunitense, confermava la necessità di questa speranza, avvertendo il mondo che senza il supporto della Cina difficilmente si sarebbe riusciti ad evitare la recessione negli Stati Uniti.

A scompaginare questo scenario ci si è messa la geopolitica, che immediatamente è sconfinata nella macroeconomia. Il 24 febbraio del 2022 la Russia attacca l'Ucraina. È la sfida della vecchia economia, fatta di beni reali, petrolio e gas, grano e siderurgia, alla nuova economia digitalizzata e verde che gli Stati Uniti di Joe Biden e l'Unione europea intendono cavalcare con rinnovata potenza. L'effetto di questo scontro si manifesta nei sanguinosi campi di battaglia, colpendo con ferocia il popolo ucraino. Ma ha anche conseguenze economiche dai clamorosi effetti mondiali:

la rinascita dell'inflazione, con tassi addirittura a due cifre, anche nelle economie occidentali, in particolare negli Stati Uniti e nell'Unione europea. Le banche centrali, la cui indipendenza comincia a dare segnali contrastanti, tentennano nel riconoscere che una nuova fase è iniziata, caratterizzata da tassi d'inflazione ai quali da decenni non si è più abituati. Forse mai come ora l'inflazione è uno strumento di guerra potente nella battaglia tra gli Stati Uniti e i suoi alleati contro la Russia con i suoi non pochi simpatizzanti, per il tramite dell'Ucraina. I modelli econometrici non erano evidentemente calibrati sul rischio politico dell'aumento generalizzato dei prezzi.

L'inflazione diventa uno strumento per colpire la valuta dominante del mondo, quindi gli Stati Uniti, in un contesto in cui altri poli politici e valutari - con a capo la Cina, ma non solo - tentano di contrastarne il dominio. Gli Stati Uniti prendono coscienza della posta in gioco: sconfiggere l'inflazione è diventata la priorità strategica assoluta nel 2022. È vitale dimostrare al mondo che il biglietto verde, malgrado gli alti livelli d'indebitamento, è la valuta dove è meglio rifugiarsi perché è capace di preservare la

ricchezza, è affidabile e facilmente negoziabile. Dietro la valuta c'è la forza del paese, la sua potenza commerciale e militare. In un nuovo contesto internazionale dove gli Stati Uniti non sono più potenza assoluta, ma relativa, il ruolo del dollaro è ancora più determinante. Nel 2022 la Federal Reserve ha quindi inanellato una serie di manovre che non si vedevano dagli anni '70, quando a capo di quest'istituzione c'era Paul Volker. I tassi d'interesse sono saliti da zero a 4.25-4.5% nel corso dell'anno e le aspettative vanno oltre il 5% nel 2023. Naturalmente, un'operazione così massiccia ha spinto il dollaro a rafforzarsi contro la maggior parte delle valute.

La rinata inflazione ha diverse cause. La prima riguarda l'economia della pandemia, che ha definito il forte supporto alla domanda aggregata in molti paesi e la sequenza di difficoltà nell'offerta di prodotti (fabbriche e commerci bloccati dal Covid); la seconda sfocia dalla guerra in Ucraina con l'aumento dei prezzi delle materie prime (in particolare l'energia) e i costi della nuova corsa al riarmo. Ma già con la presidenza di Donald Trump, che ha

voluto porre le basi del ridimensionamento della globalizzazione, se ne vedevano affiorare i contorni. L'invecchiamento della popolazione è un altro *megatrend*, che porta ad immaginare l'aumento dei salari vista la diminuzione di manodopera. Ciononostante, la Federal Reserve ha inizialmente definito l'inflazione transitoria, poi appiccicosa, prima di rassegnarsi a considerarla una grande minaccia per il potere d'acquisto e per la stabilità del dollaro, al punto da considerare la recessione, se necessario anche pesante, il male minore. Nouriel Roubini prolunga il ragionamento delle banche centrali poiché, secondo lui, le "tendenze strutturali suggeriscono che il problema sarà secolare piuttosto che transitorio".¹ Roubini, che aveva con molta lucidità annunciato la grave crisi finanziaria del 2008, è generalmente visto come un grande pessimista. Ma sarebbe eccessivo considerarlo vittima della sindrome da orologio rotto. Secondo il professore di economia, nel contesto attuale, "molti paesi sono impegnati in varie 'guerre' - alcune reali, altre metaforiche - che condurranno a maggiori *deficit* fiscali, ulteriore monetizzazione del debito, e più

¹ Nouriel Roubini, "More War Means More Inflation", *Project-Syndicate.org*, 30 dicembre 2022.

alta inflazione. Il mondo sta andando verso una forma di 'depressione geopolitica' sormontata dall'*escalation* della rivalità tra l'Occidente e le potenze revisioniste allineate (se non alleate) come Cina, Russia, Iran, Corea del Nord e Pakistan".²

I mercati, nel 2022, hanno preso coscienza di questi rischi. Si sono anche resi conto che la transizione energetica della quale si era molto parlato - e scommesso - nel 2021, aprendo le porte dei media mondiali ad una giovanissima Greta Thunberg, perdeva tutto il suo smalto. L'inflazione, esasperata dalla guerra in Ucraina, ha di fatto compromesso la possibilità di finanziare la lotta al cambiamento climatico con leve a tasso zero. L'interesse degli investitori si è spostato dai titoli della nuova economia a quelli dell'energia e della difesa. Sostanzialmente le borse mondiali hanno perso attorno al 20% l'anno scorso. Lo S&P americano si è ridotto del 18% e l'indice faro della nuova economia, il Nasdaq, del 30%. Anche in Europa, colpita più direttamente dalla crisi energetica, dopo aver toccato minimi importanti, è riuscita a chiudere l'anno attorno al -10%. Uno scenario simile a quello della Cina

(Hang Seng -10% e CSI -20%). Ma le perdite più importanti sono state registrate nel mondo obbligazionario: il Bloomberg Global Aggregate Index è sceso di oltre il 18%. Non c'è quindi stata salvezza neanche nelle gestioni bilanciate visto che sia le obbligazioni sia le azioni hanno sofferto *in tandem*. A livello valutario il dollaro è stato l'incontrastato protagonista, grazie al continuo rialzo dei tassi, ma anche al fatto che le previsioni d'inflazione a 5 anni sono restate attorno al 2,5%, mentre il *treasury* a 5 anni rende quasi il 4%, scontando quindi, a termine, un rendimento reale positivo. L'oro è riuscito solo negli ultimi mesi dell'anno ad annullare le perdite. La decisione della Federal Reserve di dimostrare al mondo che è disposta ad accettare anche una recessione pesante, se necessario, ma di contrastare con forza l'inflazione, ha spinto al ribasso i prezzi del petrolio e del gas. Anche la Cina, con le restrizioni Covid, ha contribuito ad alimentare il rallentamento dell'economia mondiale, di conseguenza, la necessità di idrocarburi e *commodity*.

Probabilmente mai, come per il 2023, la frenata dell'economia mondiale è stata

² Ibidem.

così ampiamente preannunciata. Tanto che la maggior parte degli analisti è convinta che le borse scenderanno nella prima parte dell'anno, punite dalle aspettative di recessione, mentre poi torneranno a salire perché i tassi avranno toccato i massimi, l'economia i minimi, la traiettoria dell'inflazione s'inverte e la Fed magari inizierà anche a ridurre il costo del denaro carburando uno *stock market rally* in vista del 2024, anno presidenziale negli Stati Uniti. Otto *investment strategist* interrogati dalla rivista *Barron's* (edizione del 19 dicembre 2022) sposano questo scenario, prevedendo, in media, una chiusura a fine anno dello S&P a 4233, con un guadagno vicino al 10%. In effetti, malgrado la più violenta stretta monetaria in una generazione, l'economia americana entra nel 2023 in discreta forma. La crescita rimane robusta, i consumatori hanno risparmi da spendere e gli utili societari sono a livelli alti. L'occupazione resta forte e questo è negativo per i mercati. Negli Stati Uniti gli analisti si aspettano quindi un *soft landing* piuttosto che una recessione profonda. Se così sarà, lo S&P, indice mondiale faro, non dovrebbe rompere il supporto di 3500 (dai 3800 attuali). Ma a definire il ritmo anche dei mercati azionari saranno quelli

obbligazionari. Dopo la frenesia di rialzo tassi che ha colpito il mondo nel 2022 è possibile che il grosso del percorso sia stato scontato. Bisognerà piuttosto essere attenti all'andamento della curva, in quanto si rafforzeranno i tentativi di ridurre i copiosi bilanci delle banche centrali. C'è probabilmente una buona notizia per i portafogli bilanciati: la parte obbligazionaria, dopo quasi quindici anni, torna ad essere interessante con rendimenti medi tra il 4% negli USA e il 2% in Europa, e dovrebbe comunque sostenere le performance. Se l'obbligazionario ha già veramente scontato buona parte dei rialzi dei tassi, anche i mercati azionari non dovrebbero essere lontani dai minimi: il rischio di discesa si fermerebbe attorno a 3'500 punti dello S&P.

Previsioni così lineari sono comunque azzardate per il 2023. Siamo ancora nell'intersezione di due tipi di economie: quella del Covid e quella di guerra, entrambe intrinsecamente inflazioniste. La pandemia sembra tornare sotto controllo, ma non ancora in Cina. Il paese di Xi Jinping sarà comunque importante per il rapporto crescita/inflazione. La sua recente apertura può rappresentare un

grande contributo alla crescita mondiale e torna ad essere interessante nei portafogli. Non dovrebbe però essere un risveglio travolgente, visti i non pochi problemi interni. Ma sicuramente avrà un impatto sulla crescita, soprattutto nella zona Asia, e sull'inflazione tramite l'aumento della domanda di materie prime ed energia.

L'Europa è la regione che più direttamente subisce le conseguenze della guerra in Ucraina. Il costo dell'energia è un fattore d'inflazione ad alto rischio. Anche se sembra che con le riserve di gas acquisite e un inverno mite possano aver alleviato - per ora - il male; ma i *deficit* strutturali restano alti. La rottura con la Russia obbliga a rivedere la provenienza delle sue fonti energetiche con costi che resteranno comunque importanti anche in futuro. Dovrà inoltre giostrarsi a livello valutario, visto l'indebitamento di alcuni suoi membri, come l'Italia, che agiranno pesantemente per evitare rialzi dei tassi troppo marcati. L'euro basso aiuta l'*export*, soprattutto se la Cina riparte, ma allo stesso tempo, per suo tramite, si importa l'inflazione. Il rischio d'innescare una spirale al rialzo del costo della vita è significativo, mettendo fortemente a

disagio la banca centrale europea. I mercati lo sanno. Ma i bassi multipli dell'Eurostoxx e la tradizione di alti dividendi in alcuni settori (banche, *utility*, assicurazioni, farmaceutica) conterranno le flessioni di borsa. Discorso analogo per l'Inghilterra, i cui indici sono composti da società energetiche e produttori di materie prime con buoni dividendi.

Il Giappone, grazie alla svalutazione dello yen e alla bassa inflazione è riuscito a contenere le perdite di borsa nel 2022. Ora che i prezzi cominciano a salire, anche nel suo mercato interno, sta cambiando politica e agendo sui tassi. La rivalutazione dello yen contro il dollaro americano avrà un impatto anche sui buoni del tesoro americani e sulle operazioni di *carry trade* (debito in yen per investire in dollari a rendimenti più alti) che contribuiranno a diminuire la forza del biglietto verde nel corso dell'anno anche nei confronti dell'euro.

Alla base delle incertezze per il 2023 restano i timori che il ripristino della normalità – dopo quindici anni di tassi reali negativi nelle economie avanzate – possa essere estremamente complesso e richiedere il mantenimento di una politica monetaria restrittiva “per un periodo più

lungo di quanto molti politici ed operatori di mercato sembrano aspettarsi”.³ Quest’aspetto diventa ancora più significativo se si pensa alla volontà politica di difendere il ruolo di valuta di riserva mondiale del dollaro. Ma d’altra parte bisogna valutare quanto le banche centrali, ed in particolare la Fed, siano in grado di garantire la fermezza necessaria nella loro traiettoria. Il fatto di aver rinunciato a dare delle *forward guidance* (linee guida) indica probabilmente la loro volontà di tenersi ampi margini di manovra per intervenire in caso di crolli di borsa esagerati o, come è successo in Inghilterra, di estrema volatilità sul debito pubblico. Il contesto resta quello inflazionistico di guerra. E per questa ragione, soprattutto, non è possibile escludere la rottura dei 3'500 nello S&P (l’altro supporto tecnico importante è vicino ai minimi della pandemia del 2020). Ma nel 2022 si sono accumulati tanti cigni neri. Basterebbe un singolo cigno bianco, accanto ai grandi sforzi già prodotti per contenere l’inflazione, per riportare l’ottimismo sui mercati. Nel 2023 è dunque necessario mantenere una posizione aperta, perché le sorprese non

mancheranno. Il fatto che molti siano negativi potrebbe indicare che il mercato ha già scontato il brutto. Bisogna quindi essere pronti a improvvise svolte, approfittando dei momenti di negatività per accumulare selettivamente il rischio nei portafogli. In questa prima fase d’inizio anno è però meglio tenere la guardia alta con azioni *value*, con buoni dividendi, solidi flussi di cassa e con obbligazioni di qualità e *duration* moderate.

³ Carmen M. Reinhart, “Le banche centrali saranno in grado di fare quello che serve all’economia? Tassi,

inflazione e finanza globale”, *Il sole 24 Ore*, 3 gennaio 2023.