

L'ALBA DENTRO L'IMBRUNIRE

Anche l'Alpha e il Beta ricorda Franco Battiato nell'anniversario della scomparsa, le molteplici chiavi di lettura della sua produzione musicale rimandano agli altrettanto molteplici livelli interpretativi di questa fase di mercato: tutto gira attorno all'inflazione, la sua natura imprevedibile dovrebbe indurre a cautela prima di apportare modifiche al portafoglio

Negli anni delle progressive aperture dei paesi agli scambi commerciali, i volumi crescenti del commercio internazionale abbassavano i costi e mettevano in moto un circuito virtuoso nel quale sempre più produttori potevano misurarsi su nuovi mercati.

Dal 1992 al 2008 la Russia incrementò di quasi otto volte le sue esportazioni di gas, negli ultimi vent'anni l'Ucraina ha aumentato di oltre dieci volte le esportazioni di cereali. Ora però, sembra che gli anni entusiasmanti dell'interconnessione tra le aree più lontane del mondo cedano il passo a un tempo di fragilità globale.



Album "Sulle corde di Aries", 1973. Album più riuscito del periodo della sperimentazione della musica elettronica sotto l'influenza del maestro Karlheinz Stockhausen

I primi segnali di una inversione furono le barriere commerciali, la protezione di aziende, settori, singole comunità, poi la pandemia, ora l'abbandono delle economie di scala rischia di rimpicciolire l'economia globale che si fa meno resiliente e più inflazionistica.

"Il tempo cambia molte cose nella vita, Il senso, le amicizie, le opinioni. Che voglia di cambiare che c'è in me", cantava Franco Battiato in Segnali di vita nel 1981.

Anche L'Alpha e il Beta ricorda a modo suo Battiato nell'anniversario della scomparsa, avvenuta il 18 maggio 2021. Il passaggio alla produzione pop, dopo gli anni della sperimentazione influenzata da Karlheinz Stockhausen, avviene in un modo del tutto originale, una costante ricerca di equilibrio tra strutture musicali orecchiabili e testi densi di riferimenti colti, elitari.

La produzione musicale di Battiato offre molteplici chiavi di lettura, ci si può fermare alla facile musicalità delle ballate, come Cuccurucucù o Centro di gravità permanente, e si può scavare più a fondo divertendosi a riconoscere le due citazioni musicali in Temporary Road: quella facile del Rondò alla turca di Mozart, e quella più difficile, il madrigale "Thus Saith my Cloris Bright" dell'inglese John Wilbye, compositore del XVI secolo.

Sono molteplici anche i piani di lettura dei movimenti di mercato di questi giorni. La correzione è stata brutale, in alcuni casi il calo si avvicina alle ampiezze del 2008, i titoli di alcune società che hanno prosperato nel periodo dei lockdown sono drammaticamente crollati, altri hanno patito vendite violente dopo aver comunicato risultati sotto le attese.



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

Gli appassionati di statistica si affrettano a contestualizzare l'attuale movimento degli indici nella loro storia di lungo termine. "Dal 1960 ad oggi sono state 44 le volte in cui lo S&P 500 è sceso per cinque o più settimane consecutive" scrive il Financial Times. Ma dimentica di aggiungere che nessuna di esse è stata preceduta da azioni delle banche centrali straordinarie come quelle dispiegate negli ultimi due anni, una eccezionalità che vanifica l'utilità di qualsiasi confronto con il passato.



Album "La voce del padrone", 1981. "Eccola, più probabilmente, la voce del padrone: quella della coscienza, che il pensiero dell'uomo sveglio, teorizzato da Gurdjieff, deve saper ascoltare" A. La Posta "Battiato, soprattutto il silenzio" (Giunti 2010)

È tempo di una ricerca nuova, "trovare l'alba dentro l'imbrunire", l'ossimoro di Battiato che tiene assieme l'alba, simbolo di un nuovo inizio, e l'imbrunire, simbolo della fine, portatore di oscurità. La lettura superficiale del testo mette in evidenza il contrasto ma il senso profondo inteso dall'autore è la continuità tra ciò che finisce e ciò che inizia.

Il nostro imbrunire è la fase di cambiamento di regime in cui stiamo entrando, le sfide si fanno tanto più indecifrabili quanto più aumentano i rischi geopolitici, le aziende si riposizionano su mercati più vicini e meno rischiosi, aumenta la sicurezza delle forniture ma parimenti aumentano i costi.

L'imbrunire del "Buy American" di Trump sembra trovare un nuovo inizio nella presidenza democratica di Biden che, con parole diverse, sembra riprenderne il programma: "compreremo americano per assicurarci che tutto, dal ponte di una portaerei all'acciaio dei guardrail autostradali, sia prodotto in America" ha detto Biden pochi giorni dopo l'invasione russa dell'Ucraina.

La Cina risponde imponendo alle élite del partito di liberarsi da proprietà e asset tenuti fuori dai confini nazionali. Vedendo forse le sanzioni applicate agli uomini di potere russi, una recente direttiva interna del Partito Comunista vieta agli alti funzionari di possedere proprietà all'estero o partecipazioni in entità estere, sia direttamente che attraverso coniugi e figli.

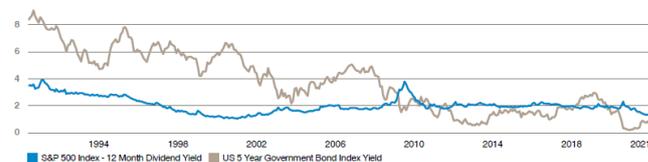


Album "Patriots", 1980

Sono "rumori che fanno sottofondo": la globalizzazione è deflazionistica, ricordava L'Alpha e il Beta poche settimane fa, la sua inversione è al contrario inflazionistica, il rallentamento della crescita e il possibile disimpegno della Cina dall'economia globale aggravano il quadro generale.

L'aumento dei tassi d'interesse, l'inflazione elevata, la guerra in Ucraina e il rallentamento dell'economia cinese hanno colpito i mercati azionari, a peggiorare le cose si aggiunge la percezione dell'affievolimento della "Fed put", la banca centrale americana sembra meno disposta a venire in soccorso dei mercati finanziari o, perlomeno, non prima di aver ripreso il controllo delle aspettative dell'inflazione più alta degli ultimi quattro decenni.

Per anni le valutazioni azionarie hanno incorporato la prospettiva di crescita forte e incontrastata e nessun aumento dei tassi: "è stato molto bello, finisce la tarda estate" recita il ritornello di una canzone del 1998. Appunto, ora si presentano tutti insieme i rischi di rallentamento, recessione e di tassi in rialzo.

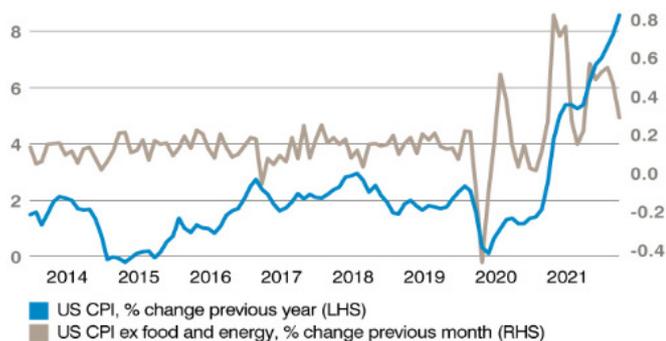


Rendimenti di azioni e obbligazioni negli ultimi trent'anni. Fonte: GAM Investments, Thomson Reuters.

"Se si prova ad ascoltare e non a leggere, perché il testo di una canzone non va mai letto ma ascoltato, diventa chiaro il senso di quella parola, il perché di quella e non di un'altra. Per capire bisogna ascoltare, serve animo sgombro: abbandonarsi, immergersi. E chi pretende di sapere già rimane sordo" sono parole di Franco Battiato riportate da Annino La Posta nel libro "Soprattutto il silenzio".

Ascoltare e non leggere vuol dire guardare in profondità, non fermarsi alla superficie. Nessuno può dire cosa accadrà domani ma un paio di punti fermi, cercando di andare oltre la lettura superficiale, li possiamo mettere:

1. la prima considerazione è di natura economica: tutto gira attorno all'inflazione, le sue dinamiche non sono scritte sulla pietra e non sono rette da leggi naturali. "Prevederne il percorso è sempre stato notoriamente difficile" scrive Julian Howard di GAM Investments. A fine 2021 un panel di 36 analisti del settore privato stimava l'inflazione a 4,9%, le previsioni dei banchieri centrali non sono state più precise. Il punto però non è esercitarsi nelle previsioni quanto evitare considerazioni affrettate; "la natura imprevedibile dell'inflazione dovrebbe indurre a una maggiore cautela prima di apportare modifiche al portafoglio che presuppongano deviazioni permanenti dal percorso storico di aumento dei prezzi" scrive Howard. Negli Stati Uniti l'inflazione potrebbe essere vicina al picco, gli aumenti della misura core (al netto delle componenti alimentari ed energetiche, per loro natura volatili) hanno iniziato a rallentare. A marzo l'indice ha registrato un aumento mensile dello 0,3%, il ritmo più lento degli ultimi sei mesi. Le aspettative di inflazione a tre anni negli Stati Uniti sono scese al 3,7% a marzo.



Non esiste un sentiero predeterminato: l'inflazione "core" negli Stati Uniti sembra raffreddarsi. Fonte: GAM Investments, Bureau of Labor Statistics.

2. Da questa considerazione deriva la seconda che è soprattutto un ammonimento: attenzione a quello che gli psicologi cognitivi chiamano "extrapolation bias", la naturale tendenza ad amplificare quanto è accaduto più di recente, proiettare nel futuro i fatti più freschi nella memoria. È una distorsione cognitiva che rischia di ancorare il futuro a un presente cristallizzato. È un rischio simmetrico, un mercato bullish induce a minimizzare la paura e aumentare le componenti rischiose, al contrario in un mercato in discesa la paura prende il sopravvento sulla razionalità. Nelle fasi in discesa è fondamentale restare concentrati sul processo e non sui

risultati di breve termine, "reazioni eccessive alle performance più recenti non sono la ricetta giusta per il successo nel lungo termine" scrive Anti Ilmanen. Un recente studio di tre ricercatori del MIT LFE¹ dimostra che gli investitori tendono a comprare i titoli con i più alti volumi di scambio e recenti performance positive. Avviene il contrario nelle fasi di ampi movimenti di mercato negativi. I ricercatori hanno suddiviso il campione di intervistati per classi demografiche, di genere, di professione: gli investitori più giovani sono meno propensi al "panic selling", un comportamento invece più comune tra gli uomini sopra i 45 anni, sposati o divorziati, con familiari a carico e che si descrivono come persone con una "conoscenza eccellente", o buona, del mercato. Quasi il 31% dei "panic seller" non reinveste più il denaro in attività rischiose, il 58% rientra nel mercato non prima di un anno e mezzo.

La correlazione spuria tra azioni e obbligazioni ha reso da tempo sub-efficienti i portafogli bilanciati tradizionali, "di voi che resta, antichi amori" potremmo mestamente fischiettare. Le classi di attivo tradizionalmente direzionali sono motori di performance nelle fasi di crescita ma sono specularmente vulnerabili nelle fasi di rallentamento o recessione o di rialzo dei tassi. La scelta della liquidità deve essere accompagnata dalla consapevolezza dell'erosione di valore causata dall'inflazione. La diversificazione del portafoglio dovrebbe orientarsi verso strategie alternative liquide, strategie multi-asset a bassa volatilità, strategie per quanto possibile market-neutral, obbligazioni legate ai rischi assicurativi.

Il valore non è nelle singole asset class ma nella diversificazione in sé.

"E studiavamo chiusi in una stanza la luce fioca di candele e lampade a petrolio e quando si trattava di parlare aspettavamo sempre con piacere e il mio maestro mi insegnò com'è difficile trovare l'alba dentro l'imbrunire"



¹Elkind, Daniel, Kathryn Kaminski, Andrew W. Lo, Kien Wei Siah, and Chi Heem Wong. "When Do Investors Freak Out? Machine Learning Predictions of Panic Selling." *Journal of Financial Data Science* 4(1), 11-39

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.