

# IL MESE BREVE

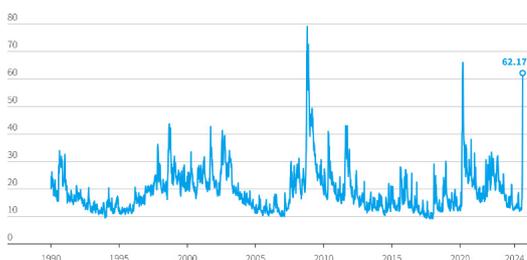
Compreso tra la paura di lunedì 5 e il discorso di Powell a Jackson Hole venerdì 23, agosto è stato “il mese breve”. Superato rapidamente il sell-off, l'inflazione non fa più paura, è tornata la compiacenza e i mercati sono tornati a salire; proprio la rapidità con cui il mercato ha spazzato via lo spavento del “lunedì nero” dovrebbe essere di per sé ragione di qualche pensiero

Agosto è stato il “mese breve”.

Il mese è cominciato davvero solo con la grande paura di lunedì 5 ed è terminato venerdì 23, con il discorso di Jay Powell a Jackson Hole.

Lo spavento del “lunedì nero” è stato riassorbito velocemente ma vale la pena ricordare quelle ore concitate in cui storie diverse si sono trovate nel medesimo crocevia: la debolezza della manifattura e del mercato del lavoro americani, i dubbi sul peggioramento dell'economia, le possibili conseguenze per il settore tecnologico, in equilibrio su valutazioni altissime. Un'altra storia che si è intersecata quel lunedì è stata l'inversione in senso restrittivo della Banca del Giappone.

Il rialzo dello yen aveva ridotto i vantaggi dell'arbitraggio: indebitarsi nella valuta giapponese a basso costo per investire in attività a più alto rendimento, un gioco interrotto dalla aggressività dimostrata dal governatore Kazuo Ueda.



L'impennata record del VIX, “l'indice della paura”, il 5 agosto scorso. Fonte: LSEG, Reuters.

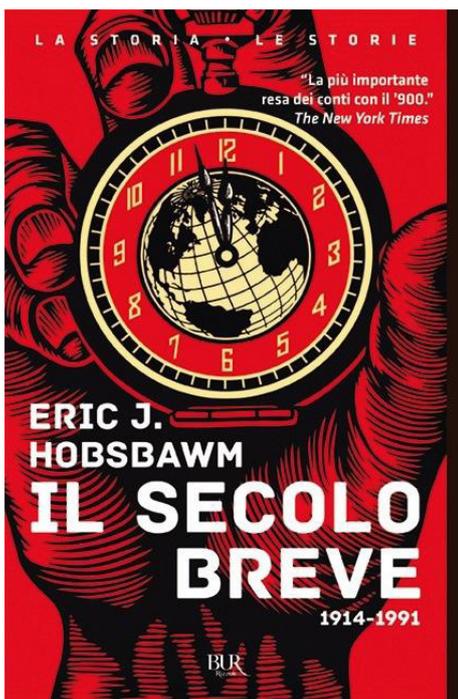
La volatilità è prontamente rientrata nei giorni successivi ma proprio la rapidità con cui il mercato ha spazzato via le paure del “lunedì nero” dovrebbe essere di per sé ragione di qualche pensiero, il consenso sull'andamento dell'economia americana era così granitico e diffuso che ha alimentato buone dosi di indifferenza alla possibilità di esiti diversi.

Quel lunedì di agosto ha esposto la vulnerabilità finanziaria di questa fase del ciclo economico, ha disvelato le possibili conseguenze di una concentrazione del listino così forte da renderlo ostaggio di una manciata di titoli. Parliamo di società tra le migliori del mondo e in cui ha senso investire ma è opportuno tenere a mente tale debolezza.

Dimenticato il sell off, i mercati sono tornati a salire a dispetto delle cabale borsistiche per le quali agosto è tradizionalmente un mese pessimo; il Dow Jones ha toccato un nuovo massimo storico, l'Euro Stoxx 600 ha velocemente riassorbito il crollo e a sua volta ha messo a segno un nuovo massimo.



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



Ne "Il secolo breve" lo storico Eric J. Hobsbawm ripercorre i grandi eventi che hanno segnato il Novecento, tra il 1914 e il 1991 (Rizzoli, 2014)

Il "mese breve" è terminato venerdì 23 agosto.

Nel simposio che la Federal Reserve di Kansas City organizza ogni fine estate nel parco nazionale del Grand Teton, Jerome Powell non avrebbe potuto essere più esplicito, sono lontani i giorni del linguaggio oracolare di Alan Greenspan che diceva ai giornalisti "se pensate che io sia stato chiaro dovete avermi frainteso".

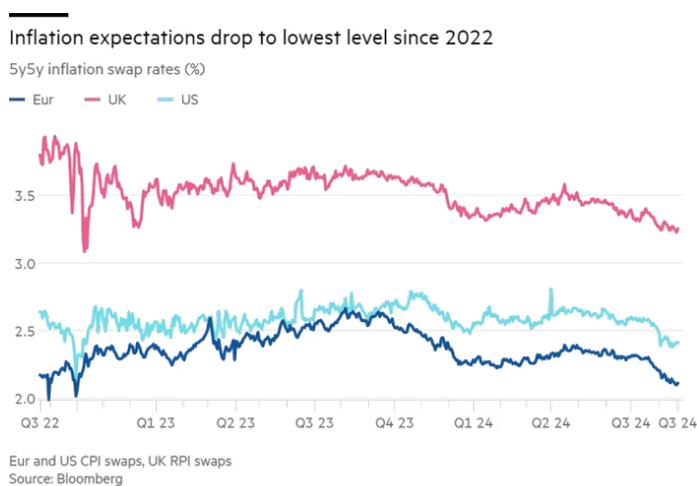
"È arrivato il tempo" ha detto Powell con linguaggio quasi biblico, la lunga fase di circospezione nei confronti di un'inflazione più ostinata del previsto è finita, è arrivato il kairòs, il momento giusto per invertire la politica monetaria e orientarla in senso espansivo.

L'inflazione di fondo è diminuita e, nel frattempo, l'inazione della Federal Reserve ha fatto crescere il costo reale dei finanziamenti, è davvero il momento di agire per non rischiare di farsi trovare ancora più indietro rispetto alla curva.

La banca centrale americana deve agire anche per evitare un ulteriore indebolimento del mercato del lavoro e tenere l'economia americana nel sentiero stretto dell'atterraggio morbido, evitare cioè che il successo sull'inflazione avvenga al costo di una forte recessione e alta disoccupazione, come accadde nei primi anni Ottanta negli Stati Uniti e in Gran Bretagna.

Rispetto agli anni della Grande Inflazione è cambiato il mondo; a differenza di allora, ad esempio, non ci sono più gli automatismi salariali, l'attuale processo di disinflazione è stato favorito più dalla diminuzione dei prezzi internazionali e dal ripristino delle catene degli approvvigionamenti che dalle politiche monetarie. I banchieri centrali sono stati abili, non hanno aumentato i tassi così tanto da innescare una recessione ma abbastanza per curvare le aspettative degli operatori economici.

Le banche centrali sono rimaste un po' indietro ma "ora la giuria è pronta", scrive Andy Haldane, i banchieri centrali sono sempre più convinti che siano rientrati i rischi di uno spostamento verso l'alto delle aspettative sull'inflazione.



Le aspettative di inflazione sono ai minimi dal 2022 (tassi swap inflazione 5yr5yr, Euro e US CPI swaps, UK RPI swaps). Fonte: Bloomberg.

In settimana usciranno i nuovi dati sul mercato del lavoro negli Stati Uniti e gli indizi suggeriscono un ulteriore rallentamento: i posti di lavoro vacanti sono diminuiti di circa un terzo rispetto al picco, se tali segnali di debolezza proseguissero, potrebbe affievolirsi l'ipotesi del soft landing e, scrive Haldane, potrebbero rivelarsi corrette le previsioni di recessione formulate dagli economisti.

Le condizioni del mercato del lavoro mettono in gioco le scommesse sull'entità del primo taglio dei tassi di interesse da parte della banca centrale americana; il consenso prevede il taglio nella consueta misura di un quarto di punto ma c'è un 30% di probabilità che il taglio sia più aggressivo.

Lunedì 5 ottobre è servito a ricordare i rischi dell'eccesso di "compiacenza", il veloce recupero del mercato sconta la prospettiva dell'atterraggio morbido, corroborata dalle parole di Powell, ma l'esperienza ammonisce l'imprudenza a dare per scontato un dato scenario quando in realtà gli esiti possono essere i più diversi.

Al rientro dalla pausa estiva troviamo sostanzialmente quello che avevamo lasciato.

### Scenario globale

Le tensioni internazionali si riverberano nella corsa all'oro: la "barbara reliquia" non paga dividendi o cedole, non protegge efficacemente dall'inflazione (vedi L'Alpha e il Beta del 14 giugno 2021 "Non è tutt'oro") eppure, quando la stabilità è scossa da crisi e guerre, resta uno dei più confortevoli "porti sicuri". Negli ultimi giorni di agosto gli acquisti dei ricchi indiani e cinesi combinati con quelli delle banche centrali di Cina, Russia, India e altri paesi che vogliono diminuire la dipendenza dal dollaro, hanno spinto il prezzo verso nuovi massimi. I mercati finanziari si sono assuefatti ai rischi geopolitici ma restano sensibili a tutto ciò che minacci la fornitura di petrolio (vedi la recente crisi libica) o l'interruzione delle catene di approvvigionamento.

Anche la campagna elettorale americana è volano di volatilità. La Convention democratica di agosto ha impresso un'ulteriore accelerazione dopo la rinuncia di Biden, la candidatura di Kamala Harris ha sottratto a Donald Trump uno dei suoi principali argomenti, l'anzianità di Biden, e lo ha rovesciato contro di lui.



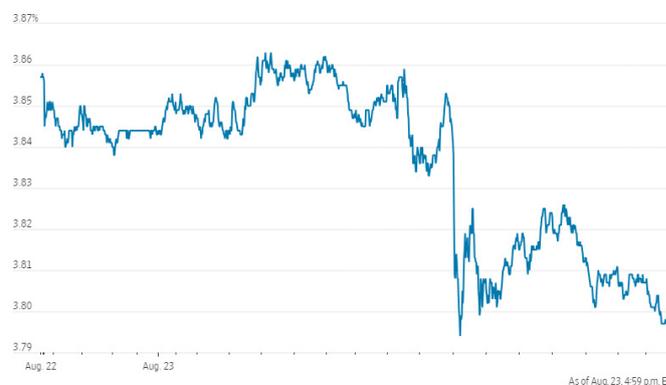
Telemaco Signorini (1835-1901) "Mattina di settembre a Settignano, paesaggio" (1891, Galleria d'Arte Moderna, Palazzo Pitti Firenze)

Al netto delle considerazioni consuete sui settori premiati o penalizzati dall'affermazione di un presidente democratico o repubblicano, da qui a novembre continueremo a fare i conti con spunti di volatilità. La posta in gioco è alta, il rapporto tra debito e prodotto interno lordo degli Stati Uniti è oltre il 120%, i costi del servizio al debito stanno rapidamente crescendo verso i mille miliardi di dollari all'anno, chiunque si affermi nelle elezioni di novembre dovrà adottare comportamenti fiscalmente virtuosi per conservare la fiducia degli investitori.

### Obbligazioni

Il panico del lunedì nero agostano ha certificato il ritorno delle obbligazioni. La scommessa sul taglio dei tassi della Federal Reserve ha ridotto l'inversione della curva americana, segno infausto di recessione, e alimentato gli acquisti di obbligazioni.

Il cambio di direzione della politica monetaria delle principali banche centrali presenta opportunità di investimento nel reddito fisso, il ritorno del rendimento e del reddito da cedola costituiranno un elemento importante nella gestione dei portafogli nell'ultima frazione di anno. La correlazione tra obbligazioni e azioni è tornata negativa, la diversificazione torna a dispiegare pienamente i suoi vantaggi e restituisce efficacia alle strategie multi-asset flessibili, in grado di sfruttare i differenziali di rendimento presenti nel reddito fisso.



Sulle parole di Powell il 23 agosto, i rendimenti del Treasury decennale sono scesi. Fonte: Wall Street Journal, Tullett Prebon.

### Settore tecnologico

L'ultimo giorno del "mese breve" potrebbe essere fissato anche a mercoledì 28, con la pubblicazione degli attesissimi dati trimestrali di Nvidia, il produttore di chip che in poco tempo ha scalato il muro dei tremila miliardi di dollari di capitalizzazione.

I risultati complessivi sono stati superiori alle attese degli analisti ma, al netto delle vicende delle singole società, il settore tecnologico continua a fare i conti con investimenti ingenti nella "infrastruttura AI" e crescenti attese di utili. La crescita del titolo di Nvidia e di quelli di poche altre società esprime il potenziale di sviluppo del sotto-settore più avanzato della tecnologia, quello dell'intelligenza artificiale e delle sue applicazioni.

Ma l'entusiasmo potrà durare se le aziende dimostreranno di saper implementare le novità digitali in migliori processi e più alta produttività. Nei prossimi mesi il listino resterà vulnerabile, basterà un refolo di vento, un fatturato trimestrale al di sotto delle attese, per far "oscillare i rami del fico carichi di foglie", alimentare sui listini ondate di disappunto e volatilità. La buona notizia è che Corporate America è in buona salute, l'80% delle società dello S&P 500 ha battuto le attese e sono in crescita le sorprese positive. Il Russell 2000, l'indice delle società a media e piccola capitalizzazione, sta facendo meglio dello S&P 500, i settori migliori sono quelli più sensibili ai tassi di interesse, l'immobiliare, i finanziari, i servizi di pubblica utilità.



L'indice S&P 500 "Equal-weighted" sta andando meglio dello S&P 500, che risente del peso del settore tech. Fonte: Financial Times, Bloomberg.

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.