

# D'-JIA-VU?

I primi giorni di settembre sono sembrati confermare la tradizione di mese avverso ai listini. È andata in scena una sorta di “dèjà vu” di inizio agosto, nuovi ribassi innescati dai timori sulla debolezza della crescita economica negli Stati Uniti a pochi giorni dal quasi certo taglio dei tassi da parte della Federal Reserve. La paura dell'inflazione lascia il posto alla paura sulla crescita mentre la vera insidia è la “normalizzazione della devianza”

Nei primi giorni di settembre gli indici azionari hanno registrato nuovi ribassi, quasi una replica del lunedì nero di agosto.

La tecnologia, i servizi di comunicazione, l'energia, i finanziari hanno guidato verso il basso nove degli undici settori dello S&P 500; le notizie dalla manifattura americana e tedesca hanno nuovamente piegato gli indici, un “dèjà vu” dell'esperienza vissuta all'inizio di agosto (vedi L'Alpha e il Beta del 2 settembre, “Il mese breve”).



“Déjà vu - Corsa contro il tempo”, film del 2006, di Tony Scott.  
Fonte: Wikipedia.

Dèjà vu ma anche “D'-JIA-VU?”, il gioco di parole con il codice internazionale del Dow Jones utilizzato da Otis Kaye per titolare la sua opera più celebre.

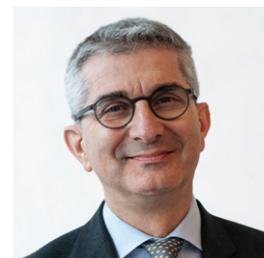
L'artista americano perse i suoi risparmi nel disastro del 1929, 150.000 dollari, qualcosa come due milioni e mezzo ai valori di oggi. L'opera intitolata “D'-JIA-VU?” rivela quanto profondamente quel tracollo lo avesse segnato, banconote e obbligazioni sono disposte nell'andamento del mercato azionario: il crollo del 1929, il recupero, il nuovo crollo nella recessione del 1937, quando governo e banca centrale ritirarono gli stimoli ritenendo che l'economia fosse ormai fuori dai guai.

Al di sotto delle banconote e dei titoli sono disposti dadi, carte e fiches (con l'etichetta “Wall St. Poker Co.”), un esplicito collegamento del mercato azionario al gioco d'azzardo. Ci sono anche tabacco e pacchetti di sigarette dai nomi suggestivi come “Old Gold” o “Bond Street”: gli investimenti possono andare in fumo, suggerisce Kaye.



Otis Kaye (1885-1974), “D'-JIA-VU?” (1937, l'opera è stata venduta da Sotheby's per 442.500 dollari nel 1996)

Dunque “dèjà vu” dell'esperienza di agosto, gli indici azionari piegati ancora una volta dalla debolezza dell'economia reale. La quota del PIL manifatturiero si è ridotta e la domanda ha continuato a rallentare (l'indice dei nuovi ordini è sceso a 44,6); l'ultima rilevazione dell'indice ISM manifatturiero è stata 47,2, al di sotto delle attese di 47,5, i nuovi posti di lavoro creati ad agosto sono stati 142.000, meno delle attese per il secondo mese consecutivo. Ma nella debolezza dell'ISM di agosto intervengono fattori stagionali, i fondamentali dell'economia americana restano convincenti, la crescita è stata più forte del mese precedente e il tasso di disoccupazione è sceso a 4,2%.

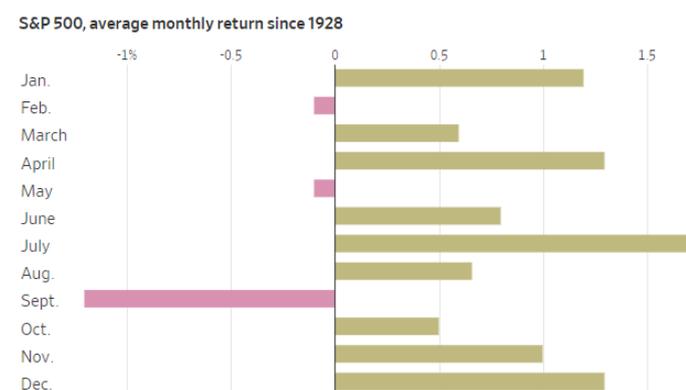


**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

Per dichiarare le condizioni di recessione l'Ufficio Nazionale per la Ricerca Economica (NBER) tiene conto delle condizioni dell'occupazione, della produzione industriale, del reddito reale di famiglie e imprese. Siamo lontani dai rallentamenti che hanno preceduto le recessioni degli ultimi due decenni, le buste paga sono cresciute, la produzione industriale è stata in espansione a maggio e giugno, negli ultimi mesi il reddito reale è aumentato. L'ipotesi dell'atterraggio morbido "tiene", corroborata dal quasi certo taglio dei tassi.

Venerdì scorso Christopher Waller, membro del Board della Federal Reserve, è stato esplicito: "ritengo che sia importante avviare il processo di riduzione dei tassi nella prossima riunione. Se i dati successivi mostreranno un significativo deterioramento del mercato del lavoro, il FOMC potrà agire rapidamente e con forza per adeguare la politica monetaria".

La "quasi certezza" delle decisioni della Fed potrebbe indurre la Banca Centrale Europea a rompere eventuali indugi e deliberare un ulteriore taglio nella riunione di giovedì prossimo.



Tradizionalmente, settembre è un mese difficile per le azioni, nel grafico la media mensile delle performance dal 1928 a oggi. Fonte: WSJ, Dow Jones Market Data.

Venendo alle scelte di investimento, sarebbe un errore liquidare sbrigativamente le flessioni degli indici di agosto e settembre come trascurabili temporali estivi.

La settimana scorsa scrivevamo del rischio della compiacenza, dell'imprudenza nel dare per scontato un certo scenario. I fondamentali economici sono credibili ma, parimenti, le valutazioni azionarie si trovano in equilibrio precario, esposte ai refoli del vento sollevati dagli imprevisti i più diversi.

Gillian Tett del Financial Times si chiede se tutti i rischi siano correttamente prezzati e associa il rischio della compiacenza al concetto di "normalizzazione della devianza", cioè quel "processo graduale attraverso il quale pratiche o standard inaccettabili diventano accettabili; se il comportamento deviante si ripete senza risultati catastrofici, diventa la norma sociale per l'organizzazione".

La sociologa americana Diane Vaughan elaborò l'idea della "normalizzazione della devianza" mentre studiava, su incarico della Nasa, le ragioni non tecniche all'origine del disastro dello Shuttle Challenger nel 1986. La ricercatrice aveva individuato numerose piccole violazioni degli standard di sicurezza che si erano verificate prima del disastro, deviazioni tollerate perché non avevano avuto conseguenze significative.

Certo, la gestione del denaro non è "rocket science", l'espressione gergale in questo caso è decisamente appropriata, ma in questi ultimi anni i mercati sono passati da uno shock all'altro. Hanno dimostrato straordinaria capacità di adattamento ma il confine tra adattamento e assuefazione è mutevole, l'eccezionale può diventare normale. La sequenza di shock, sorprese e le numerose "prime volte" sono altrettante dosi di veleno che accostumano gli operatori alla devianza, li rendono audaci. Ma anche il confine tra audacia e temerarietà è mutevole.



"Déjà vu" quotidiano per Bill Murray in "Ricominio da capo" (Groundhog Day), film del 1993 diretto da Harold Ramis (nella foto Bill Murray e Andie MacDowell). Fonte: Hollywoodreporter.com, photo courtesy of Everett.

Il rendimento del Treasury a due anni, più sensibile al movimento dei tassi, è sceso sotto quello del titolo decennale, la curva delle scadenze americane riprende con gradualità la conformazione ordinaria, il mercato obbligazionario non segnala più l'imminenza della recessione (segnale invero non sempre accurato). I prezzi scontano il taglio di un quarto di punto nella riunione di metà settembre, un punto percentuale da qui a fine anno. L'avvio della "disinversione" della curva non va però preso al valore facciale, abbiamo appena ricordato quanto sia incauto scommettere esclusivamente sulla direzionalità.

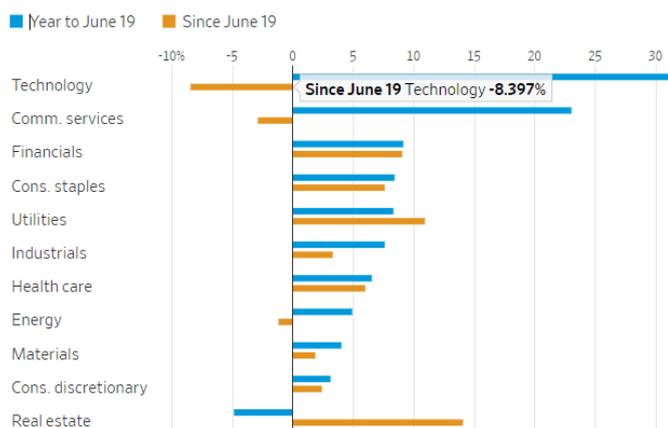
Gli spunti di volatilità di inizio agosto e nei primi giorni di ripresa dopo la pausa estiva hanno ricordato almeno due principi:

1. che la volatilità fa parte del gioco, le correzioni capitano per i motivi più disparati; proprio per contrastare le correzioni i portafogli vengono opportunamente diversificati per fonti di rischio;
2. la compiacenza porta a forti delusioni e reazioni eccessive, i picchi di volatilità vengono riassorbiti, nei mercati finanziari la regressione verso la media è una legge potente.

L'attenzione della Fed e dei mercati si è spostata dall'inflazione alla crescita, i mercati resteranno nervosi, modesti cambiamenti nei dati che verranno pubblicati nel prossimo futuro saranno amplificati verso l'alto, per la soddisfazione della conferma, o verso il basso, nella paura della recessione.

Torna di conseguenza l'attenzione per i settori fino ad ora penalizzati dall'eccezionale successo della tecnologia.

**The Last Shall Be First**  
S&P 500 sector performance



Gli ultimi saranno i primi: performance settoriale dello S&P 500 (le linee blu mostrano la performance YTD al 19/6, le linee arancioni rappresentano la performance dal 19/6 al 5/9). Fonte: WSJ, LSEG.

Il cambio di direzione della politica monetaria 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.

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.