

# L'ALPHA E IL BETA

9 ottobre 2017

## Accadde in ottobre

**Nella storia dei mercati finanziari il mese di ottobre non ha una buona reputazione. In ogni caso l'attività economica e i mercati sembrano presentarsi in forma smagliante all'appuntamento con l'ottobre 2017, crocevia di storici ed eterogenei anniversari**

Cinquecento anni fa, il 31 ottobre 1517, Martin Lutero affisse le sue 95 tesi sul portone della chiesa del castello di Wittenberg. Nella testa del monaco agostiniano non c'era in quel momento l'idea di uscire dalla Chiesa Cattolica, non era la rottura quella che cercava ma la discussione teologica. Eppure quel 31 ottobre 1517 fu l'inizio della Riforma Protestante e dell'era moderna. Le 95 Tesi di Lutero non segnarono solo un solco dottrinario con la Chiesa di Roma, misero in mano agli uomini e alle donne la libertà di scegliere, la responsabilità della scelta trasformò l'uomo del medioevo nell'uomo dell'era moderna.

Cento anni fa, il 24 ottobre 1917, a San Pietroburgo i rivoluzionari bolscevichi occuparono i luoghi sensibili della capitale dell'Impero. Fu l'inizio della Rivoluzione d'Ottobre, i "dieci giorni che sconvolsero il mondo" per il giornalista americano militante comunista John Reed, e invece "un disastro per il popolo russo, per l'Europa e per la sinistra in tutto il mondo" per il filosofo politico Michael Walzer.



Vent'anni prima: Ilic Vladimir Lenin con altri esuli russi nel 1897. Fonte Il Sole 24 Ore

Il prossimo martedì 17 ottobre saranno centodieci anni esatti da quel venerdì del 1907 in cui prese avvio il "Panico del 1907", la prima grande crisi finanziaria sistemica. Il 17 ottobre a Wall Street cominciarono a circolare dubbi sulla solidità di due società finanziarie minori, artefici di un inconcludente e rovinoso assalto a una compagnia mineraria. I sospetti si estesero alle conseguenze che il loro fallimento avrebbe avuto sulle banche finanziatrici. I sussurri si trasformarono in voci e le voci avviarono una frenetica corsa agli sportelli. All'origine della crisi del 1907 ci furono le solite cause: speculazione, eccesso di ottimismo, scarsa cautela nell'erogazione dei prestiti. Nel corso del mese la borsa scese del 37%, il fallimento di una delle maggiori fiduciarie della piazza, la Knickerbocker Trust Company, estese il panico al resto del paese, migliaia di risparmiatori si precipitarono agli sportelli delle loro banche per ritirare il loro denaro, paralizzando per settimane l'attività bancaria e creditizia.

La crisi avrebbe potuto essere più profonda e duratura se non fosse intervenuto con energica determinazione John Pierpont Morgan. All'epoca non esisteva ancora una banca centrale, la Federal Reserve venne istituita proprio in seguito a questa crisi, fu lo stesso John P. Morgan assieme ad altri banchieri da lui coordinati ad agire da "prestatore di ultima istanza", fornendo la liquidità necessaria a fermare la corsa agli sportelli e il panico generale.

Il giovedì 24 e il successivo lunedì 28 ottobre di ventidue anni dopo, sono ancora oggi ricordati come il Giovedì Nero e il Lunedì Nero, che Galbraith ha definito "il giorno più devastante nella storia di tutti i mercati". Tra lunedì 28 e martedì 29 ottobre 1929 l'indice Dow Jones perse oltre il 20% del suo valore. Con il collasso del sistema finanziario cominciavano i lunghi, dolorosi anni della Grande Depressione.

Anche il peggior crollo giornaliero nella storia della borsa americana fu in ottobre. Il 19 ottobre 1987 l'indice Dow Jones perse 508,32 punti, il 22,3% della sua capitalizzazione. Il colpevole fu individuato nei sistemi automatici di trading, per molti quella correzione fu un salutare ritorno alla normalità e il Dow registrò un nuovo massimo meno di due anni dopo.

In breve, nella storia dei mercati finanziari il mese di ottobre si è procurato una sinistra reputazione. In ogni caso l'attività economica e i mercati si presentano in forma smagliante all'appuntamento con l'ottobre 2017, crocevia di storici ed eterogenei anniversari.

Gli ultimi dati dell'indice ISM, affidabile barometro dell'attività economica futura, segnano ancora bel tempo: l'ISM americano ha addirittura superato il livello di 60, non accadeva dal 2004, e tutte le principali economie sono ampiamente sopra la soglia di 50, discriminare tra fasi di espansione e di contrazione dell'attività economica.



Gli Indici ISM nelle principali economie. Fonte Bloomberg, FT

Dal lato dei mercati, le valutazioni dello S&P 500 si presentano "tirate", il rapporto Prezzi/Utili è attorno a 20 (la media è sul valore di 16), l'indice ha segnato quest'anno 32 nuovi massimi (se non ho perso il conto), più del doppio della media annuale dal 1945. La volatilità è ai minimi storici.

D'altro canto, lo ha ricordato anche Warren Buffett pochi giorni fa, valutazioni che sembrano tirate diventano più comprensibili se messe in rapporto ai rendimenti dei Treasury.

E' un argomento che rimanda, in modo elegante, al fatto non sembrano esserci alternative all'investimento azionario, il concetto quintessenziale del TINA (There Is No Alternative). Ma il punto è proprio questo, l'aumento dei rendimenti obbligazionari metterà sotto pressione le valutazioni azionarie, con le inevitabili correzioni.

La parola chiave con cui ricorderemo il 2017 finanziario sarà "compiacenza", traduzione immediata ma imprecisa del termine inglese "complacency" che in realtà vuol dire noncuranza, indifferenza, assenza di preoccupazione. In effetti, e L'Alpha e il Beta lo ha ricordato nelle ultime settimane, non ci sono segnali di natura fondamentale per modificare l'asset allocation

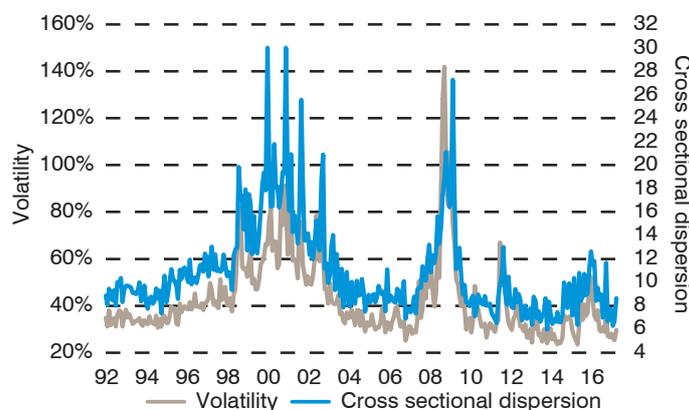
di breve termine. I mercati trovano sostegno nelle buone performance dell'attività economica e hanno gli occhi puntati sui rischi dell'inversione delle politiche monetarie, parimenti non sembrano darsi soverchio cruccio per i rischi di natura geopolitica (vedi L'Alpha e il Beta del 11.09.2017 e del 2.10.2017).

Pur ricordando la vulnerabilità dello scenario, il Financial Times scrive che "è con dita tremanti che dichiariamo che il mercato azionario sta ruggendo, ed è perfettamente ragionevole che ciò accada".

In queste condizioni torna sugli scudi la gestione attiva, dopo anni di debolezza causati da mercati in crescita e dalle alte correlazioni che complicano la vita ai gestori molto selettivi.

La gestione attiva è l'unico efficace strumento per affrontare lo scenario che si sta delineando. Le politiche monetarie stanno invertendo la rotta, sia pure con la lentezza delle grandi petroliere, è aumentata la dispersione dei rendimenti tra settori e tra titoli all'interno dei singoli settori, tutte circostanze favorevoli al gestore attivo.

"Con mercati cresciuti in modo così impetuoso negli ultimi anni" scrive Matt Beesley, Capo del Desk Equity di GAM, "dovremmo tenere a mente che la dispersione è amplificata dalla direzione, in altri termini al verificarsi di un declino del mercato accade che la dispersione aumenti, è il momento in cui i gestori più attivi aggiungono valore".



La forte correlazione tra volatilità e dispersione dei rendimenti tra titoli appartenenti al medesimo settore costituisce un ambiente favorevole ai gestori attivi. Fonte UBS Quant Research July 2017, GAM

C'è un ulteriore argomento che rende l'approccio attivo particolarmente efficace in questa fase. Gli strumenti passivi sono "compratori forzati" nelle fasi di mercato al rialzo, la loro attività e dimensioni amplificano il movimento dei listini, dandogli caratteristiche di "enforced momentum". Uno slancio imposto che, ricordiamolo, vale anche nella direzione contraria, l'automatica amplificazione del movimento al ribasso. Un'altra questione riguarda il rischio di concentrazione, rigorosamente limitato in qualsiasi strategia attiva, eppure considerato ragionevole e tollerabile nelle strategie passive. "Un pericoloso non senso" scrive il giornalista economico John Plender.

Il 2017 ha inaugurato il tempo della selettività, metà della performance dello S&P 500 è dovuta a una manciata di titoli, la quindicina di società più grandi ha corso più dei 355 titoli più piccoli, la concentrazione è il lato oscuro delle strategie passive.

Si accrescono le difese immunitarie dei portafogli inoculando dosi massicce di gestione attiva, nei mercati azionari europei e emergenti, nei “merger arbitrage”, nei segmenti altamente specializzati e liquidi delle obbligazioni subordinate, emergenti o con obiettivo di rendimento assoluto.

Non sappiamo se l'ottobre 2017 sarà ricordato per comportamenti erratici delle borse, per inattesi episodi nell'ambito politico o per sorprese dalle banche centrali, oppure se sarà un altro anodino mese di nuovi record.

Sappiamo però che l'indefinita tensione dell'attesa, il languore dell'ignoto esigono l'approntamento di ripari. Se da un lato ci sono le reazioni emotive di ciascun risparmiatore e l'ausilio della consulenza professionale, dall'altro c'è la strumentazione tecnica della diversificazione e, soprattutto, della gestione attiva.



**Carlo Benetti** è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

[www.gam.com](http://www.gam.com) seguiteci anche su:



---

### Disposizioni importanti di carattere legale

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.