

L'ALPHA E IL BETA

5 febbraio 2018

C'è oro nel Klondike?

Correzione o crepa nella diga? La repentina salita del rendimento del Treasury sta allarmando i mercati e la correlazione spuria che si è creata tra azioni e obbligazioni rende i listini vulnerabili ai tassi di interesse

“Gold, Gold, Gold!!”

Un grido capace di scatenare ancora oggi passioni e frenesie. E che a fine Ottocento diede avvio alla più grande Corsa all'Oro della Storia.

Nell'agosto del 1896 Skookum Jim Mason, Dawson Charlie e George Washington Carmack trovarono oro lungo il Klondike, nella regione dello Yukon nel Canada occidentale.

La notizia della scoperta si diffuse rapidamente, i lavoratori negli impianti minerari dell'area si diressero in massa verso il Fosso del Coniglio, un passaggio del fiume Klondike subito ribattezzato Fosso della Bonanza.

La Corsa all'Oro vera e propria, destinata a passare alla storia, cominciò nell'estate dell'anno successivo, il 1897, quando i primi fortunati cercatori rientrarono negli Stati Uniti.

L'idea di un rapido arricchimento infiammò gli animi e un esercito di cercatori, avventurieri, disperati partirono da Seattle e altre città del Pacifico diretti a nord.



Cercatori d'oro aspettano in fila al Chilkoot Pass. Fonte: National Park Service, Klondike Gold Rush National Historical Park, Candy Waugaman Collection, KLGOLibrary SS-126-8831.

La prima dura prova era costituita dai cinquantatré chilometri del passo del Chilkoot, passaggio obbligatorio tra l'Alaska e la Columbia Britannica. L'uso delle slitte era impossibile, i pesanti bagagli dovevano essere portati sulle spalle. Malnutriti e malvestiti, molti morivano per assideramento, per fame, oppure uccisi e derubati delle loro cose da altri disperati.

Il disastro più grave si verificò il 3 aprile 1898, Domenica delle Palme. In quel giorno una serie di valanghe si riversò sul sentiero uccidendo circa settanta uomini.

La Corsa all'Oro fu un'avventura breve e affascinante. Confuso nell'esercito dei cercatori c'era anche il ventenne Jack London che avrebbe poi scritto Zanna Bianca e Il Richiamo della Foresta ispirandosi a quella intensa esperienza giovanile. Lo scrittore pagò nello Yukon un pesante pedaggio, rischiò l'assideramento, si ammalò di scorbuto, perse quattro denti e portò per sempre sul volto i segni di quegli anni durissimi.

Come la gran parte dei suoi compagni d'avventura, il giovane Jack tornò negli Stati Uniti povero come era partito: la grande Corsa era cominciata quando era tardi, le licenze di sfruttamento dei giacimenti erano già state rilasciate e non vennero trovati nuovi filoni auriferi.



Il Passo Chilkoot dopo la tragedia del 3 aprile 1898. Fonte: Collezione Eric A. Hegg, University of Washington.

C'è ancora oro nel Klondike? In altri termini, c'è ancora valore nei listini?

La correzione iniziata la settimana scorsa ha agitato gli animi, la perdita di 666 punti dell'indice Dow Jones ha dato la stura a fantasie cabalistiche, si è affacciato il termine "crollo", forse con un po' troppo anticipo se consideriamo la crescita di un mercato che tra un mese compie nove anni, rischiamo di finire il vocabolario prima di cominciare.

Correzione o crepa nella diga?

L'innescò è stato dato dal movimento del Treasury decennale, la crescita economica prosegue, aumenta il timore che l'inflazione sorprenda la Fed "dietro la curva" costringendola a una brusca accelerazione. I mercati che fisiologicamente anticipano hanno portato il rendimento del decennale americano oltre la soglia di 2,8%, il nervosismo dai listini si allarga ai mercati emergenti e alle valute.

I mercati non sono pronti per un rapido apprezzamento del dollaro e una spinta dei rendimenti oltre soglie chiave, scrive John Authers, ricordando la "regola del 3%" di Michael Harnett di BofA: occhio al 3% del rendimento del Treasury, al 3% dell'inflazione, al 3% della crescita.

In GAM lo andiamo dicendo da tempo, l'inflazione è il maggior rischio del 2018 e la correlazione spuria che si è creata tra azioni e obbligazioni rende i listini vulnerabili ai tassi di interesse, la tradizionale diversificazione dei portafogli tra azioni e obbligazioni perde efficacia.



Il rendimento del Treasury decennale ha cominciato a salire. Fonte FT, Bloomberg

L'investitore sembra costretto all'alternativa del diavolo, affrontare i rischi delle valanghe sul sentiero del Chilkook Pass, oppure rinunciare alla ricchezza fermandosi a Dawson City, la città simbolo della Corsa all'oro. Fuor di metafora, l'alternativa è tra continuare a credere nella forza delle borse e l'opzione della liquidità, scelta ancora costosa.

In momenti come questi non è male rileggere i classici, quelle regole base che si pensa di conoscere ma che nelle fasi di euforia si tende con facilità a dimenticare.

Nel best-seller *Security Analysis*, Benjamin Graham e David Dodd scrivono che prima di procedere a qualsiasi investimento azionario si devono valutare tre aspetti: il flusso di dividendi atteso, gli utili attesi, la qualità degli asset della società. "Qualsiasi interesse per un titolo azionario basato su una prospettiva diversa deve essere considerato come speculazione".

La prima edizione del libro è del 1934, pochi anni dopo il Grande Crollo. I due autori criticavano l'eccessiva ed esclusiva attenzione prestata ai soli utili e proponevano un metodo diverso, che tenesse conto anche del valore delle società. Detta in parole semplici, per Graham e Dodd l'investimento azionario si doveva basare su fondamentali in ordine e lungo termine.

Un metodo che in letteratura è stato definito "value".

L'euforia del mercato azionario degli anni Venti che culminò nell'ottobre del 1929 era alimentata in via esclusiva dalle attese di utili futuri crescenti, del resto perché dannarsi con valutazioni complicate quando i prezzi dell'intero listino non smettono di crescere?

Anche in questi ultimi anni si è verificata un'analogia disattenzione alle raccomandazioni di Graham e Dodd, i listini sono cresciuti indistintamente, sostenuti dalla liquidità delle banche centrali e da rendimenti obbligazionari artificialmente bassi.

In soprammercato, il successo delle strategie e dei prodotti passivi, che per loro natura reagiscono nello stesso modo a sorprese e shock, rende il mercato ancora più vulnerabile.

Torna il rischio, è questo un importante "take away" della correzione di questi giorni e ciò significa tornare alle valutazioni dei fondamentali secondo i vecchi (e saggi) criteri di Graham e Dodd. Non dimentichiamo che l'economia reale è in crescita, che il settore tecnologico o quello della salute, ad esempio, conservano potenzialità di lungo periodo. Si tratta di tornare al paziente esercizio dell'analisi dei dividendi e della qualità degli asset, non più dei soli utili attesi.

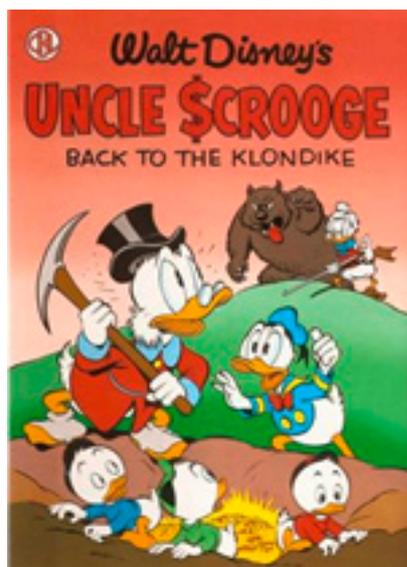
Negli ultimi tre anni l'approccio "value" ha nel complesso sottoperformato il mercato, sembra però che per gli investitori "value" si stiano delineando condizioni di maggior favore.

In termini generali, l'asset allocation di questi mesi non è più complessa di quella dei mesi o degli anni precedenti salvo che per un aspetto decisivo, non deve più orientarsi alla ricerca di rendimento ma all'autentica diversificazione. Il tentativo di prevedere il futuro dei mercati finanziari è sempre un esercizio rischioso, il suo esito è dettato più dalla sorte che dalla competenza.

Security Analysis venne pensato da Graham e Dodd come un manuale utile a investitori non professionisti, è diventato invece un classico della letteratura finanziaria perché ha elaborato un metodo e lo ha reso più importante delle previsioni.

Il metodo affranca l'investitore, per quanto possibile, dal "momentum" dei mercati.

Con questo approccio, fondamentali in ordine e lungo termine, ci sarà sempre oro lungo il Klondike.



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

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.