

# L'ALPHA E IL BETA

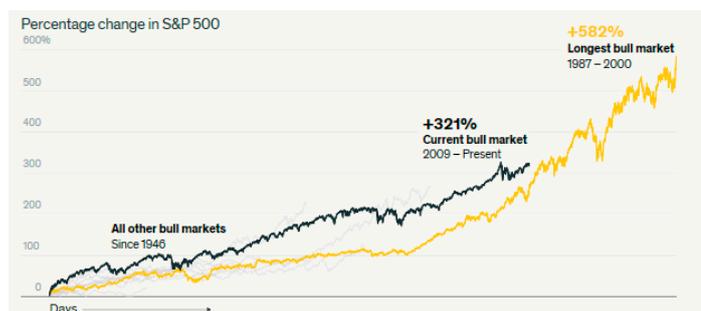
3 settembre 2018

## Il momento anfibio

**I mercati azionari e l'espansione economica cercano nuovi record, le fonti di incertezza sono invece le stesse lasciate prima della vacanze.**

Il 22 agosto, in piena indolenza agostana, pochi hanno notato il traguardo di 3.452 giorni di crescita ininterrotta della borsa americana e la conquista del primato di ciclo positivo più lungo della storia.

Il conto comincia il 9 marzo 2009, quando l'economia reale era ancora alle prese con la drammaticità della crisi economica e finanziaria, Barack Obama si era insediato alla Casa Bianca da meno di tre mesi. Non tutti sono d'accordo, Raul Elizalde di Forbes contesta il criterio utilizzato (nessuna correzione di oltre il 20% dai massimi) e preferisce la misura della longevità del ciclo di crescita economica. "A 110 mesi, questa espansione è la seconda più lunga della storia dopo quella di 120 mesi esatti tra marzo 1991 e marzo 2001, l'economia deve continuare a crescere oltre il giugno 2019 per superarla, e non mancano i punti di domanda sulla possibilità che ci riesca".



Cambiamenti percentuali dell'indice S&P 500. Fonte: Barron's, SIX

Non trovo la disputa particolarmente entusiasmante, forse appassiona i cultori delle statistiche e delle cronache finanziarie ma gli operatori, gli investitori, i consulenti sono più interessati all'ultima parte delle considerazioni di Elizalde, se cioè l'espansione durerà ancora, e quanto, a dispetto delle molte fonti di incertezza. I mercati scrutano il passato alla ricerca di analogie e ripetizioni ma si nutrono di aspettative.

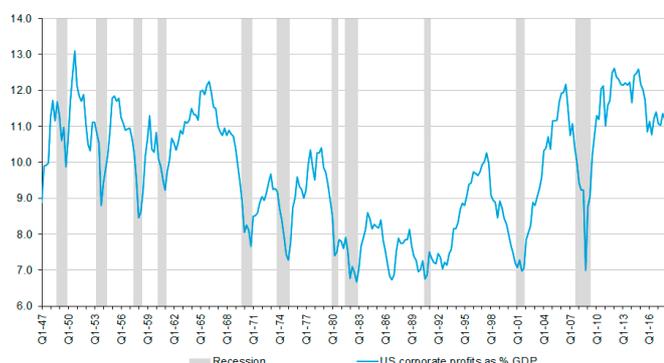
I rendimenti dipendono dagli eventi futuri, inconoscibili, è questo che rende affascinante l'arte e la tecnica dell'investimento.

Difficile dare torto a Burton Malkiel quando afferma che esistono solo due modi per cercare rendimento negli investimenti finanziari: quello che tiene conto del valore intrinseco degli asset, ovvero valuta i cosiddetti fondamentali (Firm-Foundation Theory) e l'altro che tiene conto delle aspettative, sul modello del concorso di bellezza di Keynes, ovvero non conta ciò che pensi tu ma ciò che pensa la maggioranza degli operatori. A dispetto della irridente definizione di Malkiel, "Castle-in.the Air Theory", sono stati guadagnati e persi milioni di dollari con entrambi gli approcci.

"Il mercato può restare irrazionale più a lungo di quanto tu possa restare solvente", ricorda Keynes, lui stesso responsabile di perdite ingenti per sé e per i suoi amici in investimenti su divise basati sulla rigorosa valutazione dei fondamentali. D'altro canto, acquistare un qualsiasi asset (che sia titolo azionario o bulbo di tulipano) nella speranza che il suo prezzo cresca rapidamente è sempre stato esercizio estremamente rischioso.

I pochi lettori di questa rubrica sanno che L'Alpha e il Beta preferisce il metodo alle previsioni, la valutazione dei fondamentali al sentiment. La regola aurea è quella di tener fede ai fondamentali economici e, in subordine, tener conto delle aspettative.

Guardando alla borsa americana, l'earning yield dello S&P 500 è molto superiore al rendimento del Treasury a dieci anni (5,7% vs 3%), il taglio delle tasse ha messo nuovo carburante nel motore dell'economia e nel potenziale di crescita della borsa.



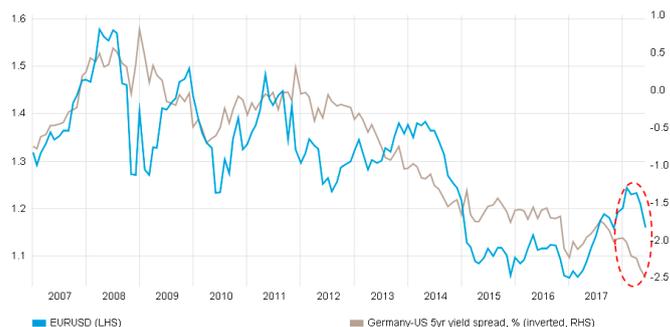
Fonte: Haver, BLS GAM, 1947-1Q 2018

Proprio perché è rischioso scommettere sul futuro, l'investitore prudente non può che attenersi al dato di realtà, le valutazioni ancora interessanti degli utili societari fanno premio sull'incertezza. La qualità dei singoli titoli, la selezione attiva diventano cruciali nella fase matura del ciclo, "meglio concentrarsi su ciò che le società quotate possono offrire piuttosto che speculare su cosa potrà o non potrà accadere alla crescita economica futura" scrive Julian Howard di GAM.

A fine luglio, l'83% delle società dello S&P 500 avevano pubblicato risultati superiori alle attese, la borsa americana enfatizza le buone notizie come l'annuncio di accordi commerciali con il Messico, ma ha sufficiente forza propria, grazie anche ai settori tecnologico e dei consumi, per crescere anche quando le notizie sono meno positive. La forza di Corporate America spiega la superiore performance relativa rispetto alle borse europee, in questi mesi più vulnerabili all'incertezza politica (particolarmente rivelatore l'andamento della borsa italiana).

Guardando allo scenario globale, il rallentamento della crescita è fisiologico e, d'altro canto, riduce i rischi di surriscaldamento. La piena occupazione riguarda solo pochi paesi (USA, UK, Germania, Giappone), l'output gap resta ampio in gran parte dell'Eurozona: infrastrutture da migliorare, debolezza della forza lavoro, assenza di crescita della produttività.

Un indicatore al quale guardare per valutare la forza del dollaro nel medio termine è il differenziale di rendimento tra il Treasury e il Bund nella scadenza a cinque anni, oggi ai massimi storici e di supporto al biglietto verde.



Fonte: GAM, Bloomberg

Le ragioni sono almeno due:

1. la ripresa economica, le dinamiche del mercato del lavoro e dell'inflazione nell'Eurozona sono più indietro rispetto agli Stati Uniti,
2. le politiche monetarie. La BCE riduce con gradualità il piano di acquisti del QE proseguendo con gli stimoli alle sue economie, dall'altra parte dell'Atlantico la Fed spinge verso l'alto la parte a breve della curva e, con la riduzione del bilancio, cerca di esercitare qualche pressione anche sulla parte a lungo.

Certo, la BCE ha a che fare con paesi ed economie eterogenee, la Germania ha una disoccupazione inferiore a quella americana, Grecia, Spagna e Italia raccontano invece una storia molto diversa. Non mancano i rischi per un'area economica che dipende, Germania per prima, dalle esportazioni. Il biglietto americano beneficia del buon tono dell'economia, nel più lungo termine risentirà dei "twin deficit", i disavanzi federale e commerciale, e si dovrebbe indebolire quando le dinamiche delle economie USA e dell'Eurozona dovessero restringere lo spread tra le scadenze a cinque anni.

Siamo in un momento anfibio, la crescita globale continua più debole, è stata scossa la fiducia degli investitori, ma non siamo ancora all'inversione. La guerra tariffaria è una minaccia sullo sfondo, semmai si fa più rilevante il rischio politico in Europa, con il contributo anche del nostro paese.

I fattori di rischio che inducono alla cautela sono i medesimi che abbiamo lasciato prima delle vacanze e ricordati di recente da Christine Lagarde e da Jerome Powell: le tensioni globali e la fase matura del ciclo potrebbero deteriorare la fiducia delle imprese che, abbiamo visto sopra, sono il punto di riferimento più importante.

Come posizionare i portafogli nel momento anfibio? Lo abbiamo ricordato più volte in passato, la tradizionale diversificazione tra azioni e obbligazioni non è più efficiente, va ampliata a strategie alternative non direzionali.

Tra le azioni, guardiamo con interesse ai singoli temi, su tutti il tecnologico e alle società che generano utili (quality stock). La componente obbligazionaria evita il rischio tasso e cerca posizioni decorrelate ad esempio con emissioni MBS e debito subordinato. Le strategie decorrelate, infine, hanno la funzione di proteggere il portafoglio.



**Carlo Benetti**  
Market Specialist 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.