

L'ALPHA E IL BETA

6 novembre 2017

Quando il lungo termine non basta

“Stocks for the long run”, azioni per il lungo termine. La regola aurea e sempre valida della superiorità dell'investimento azionario nel lungo periodo merita un aggiornamento

“Tutti dovrebbero essere ricchi!”.

Con questo titolo perentorio venne pubblicata nell'agosto del 1929 un'intervista a John J. Raskob, l'artefice della costruzione dell'edificio simbolo di New York, l'Empire State Building.

Raskob è ricordato nella storia finanziaria non per la celebre competizione in altezza con Walter Chrysler, finanziatore del grattacielo della Chrysler Corporation, ma per quella improvvida intervista estiva.

Come dargli torto, negli anni Venti l'economia americana era in una tremenda fase espansiva, la borsa amplificava l'ottimismo, per il dirigente della General Motor quello era il momento giusto per approfittarne, chiunque poteva davvero crearsi un discreto patrimonio. Non erano importanti l'estrazione sociale o la ricchezza, mettere anche soli quindici dollari al mese in qualche titolo azionario voleva dire ritrovarsi con un capitale di 80.000 dollari nel giro di vent'anni. Raskob anticipava i vantaggi dei piani di accumulo ma stimava anche un ardito rendimento annuo del 24%, mai visto prima eppure “del tutto plausibile nell'atmosfera del mercato ‘toro’ degli anni Venti” scrive Jeremy Siegel, “le azioni elettrizzavano gli investitori che a milioni misero in borsa i loro risparmi per vederli crescere in fretta”.



Il cantiere dell'Empire State Building, il grattacielo voluto da John Raskob.
Fonte Bettmann/Corbis

Il 3 settembre 1929, pochi giorni dopo la pubblicazione dell'intervista, il Dow Jones toccò il massimo di 381,17. Durò poco, la tempesta perfetta si sarebbe scatenata da lì a poche settimane e tre anni dopo, l'8 luglio 1932 il Dow toccava il minimo di 41,22, una perdita di valore del 89%. Altro che investimenti che “avrebbero reso ricco chiunque”!

Come un fiume carsico, l'esortazione di Raskob viene periodicamente ricordata e dileggiata, un destino condiviso con il povero Irving Fisher, anche lui condannato a essere ricordato più per quel riferimento all'"altopiano di stabilità" dei prezzi azionari fatto a metà ottobre del 1929 che per i suoi distintivi contributi alla scienza economica.

Jeremy Siegel ricorda Raskob nel suo "Stocks for the Long Run", un libro che già nel titolo dichiara la superiorità dell'investimento azionario nel lungo termine. Una delle prime regole della finanza è che i titoli azionari devono compensare il maggior rischio rispetto a investimenti che ne sono privi (o sono comunque percepiti privi di rischio). Il "premio al rischio" è il differenziale che caratterizza ogni rendimento superiore a quello degli strumenti monetari, che si assumono come sicuri o "risk-free".

Gli anni recenti hanno però scalfito questa certezza. Per dimostrare i suoi maggiori rendimenti l'investimento azionario ha avuto bisogno di intervalli di tempo sempre più lunghi. Perché è vero che tra il 1900 e il 2016 le azioni globali sono state di gran lunga l'asset class migliore, con un rendimento annuo superiore al 5% che rende irrilevanti lo 0,8% del mercato monetario e l'1,8% delle obbligazioni.

Ma stiamo parlando di 116 anni! Un "lungo periodo" su cui Keynes ha già detto parole definitive.

I dati storici dei premi al rischio li dobbiamo a tre professori della London Business School, Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton. Secondo la loro analisi il migliore dei mondi possibili per un investitore sono stati gli ultimi due decenni del secolo precedente. Dal 1980 al 1999 le azioni hanno dato un saporito 10,6%, le obbligazioni un più che decoroso 6,6% e il mercato monetario il 2,8%.

Le cose cambiano radicalmente se prendiamo un intervallo più prossimo, diciamo tra il 2000 e il 2016. In questo intervallo le azioni hanno dato un rendimento medio annuo di 1,9%, il rendimento del mercato monetario è stato pressoché zero e le obbligazioni hanno dato un rendimento del 4,8%, un risultato eccellente come il Marzemino di Don Giovanni.

Where did the premium go?

Total returns, January 1997=100

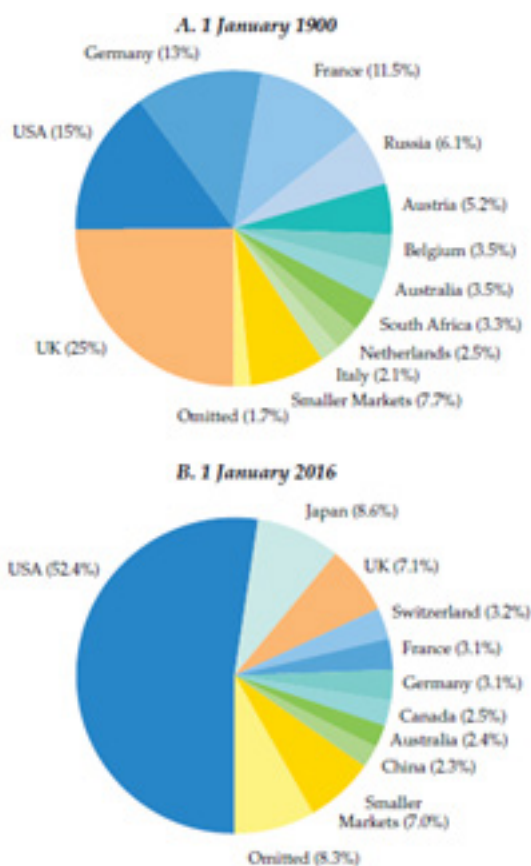


Fonte: Thomson Reuters, The Economist

Ciascuno può divertirsi a selezionare periodi diversi e vedere il comportamento relativo tra azioni, obbligazioni e mercato monetario, ma il punto non è questo.

I dati raccolti dai tre professori della LBS sono relativi alle azioni globali, danno supporto statistico all'affermazione che le azioni sono adatte al lungo termine ma non rispecchiano la realtà degli investimenti. Che non sono mai "globali" come gli indici, ma sono condizionati dalle preferenze regionali, dalla concentrazione su un dato strumento, settore o titolo, dalla consistenza nel tempo dei portafogli. Togliamo ad esempio dalle azioni globali la borsa americana e i risultati cambiano radicalmente, in peggio.

All'inizio del Novecento la borsa di Londra era la più importante del mondo, pesava il 25% della capitalizzazione globale. La borsa tedesca pesava il 13%, poco meno della borsa americana. Poi la Prima Guerra Mondiale spazzò via gli imperi europei e la Gran Bretagna si ritrovò nella inedita posizione di debitrice. Negli stessi anni in cui la borsa americana cresceva e veniva celebrata da Raskob come luogo di facile arricchimento, la borsa inglese e tedesca si ridimensionavano pesantemente, i loro investitori ne uscivano impoveriti.



Confronto tra il peso relativo delle borse mondiali. Fonte: DMS, FTSE, E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton 2017

Negli anni è cambiato anche il Dow Jones, l'indice più vecchio di Wall Street. Qualcuno ricorda i nomi delle maggiori società che componevano l'indice nel 1930? Ad esempio l'American Sugar Refining, la General Railway, la Radio Corporation of America. I settori prevalenti erano l'acciaio, il chimico petrolifero, i consumi.

L'affermazione "le azioni sono adatte al lungo termine" resta vera, ma ha bisogno di essere declinata, circostanziata, il "lungo termine" da solo non basta, perché nel tempo cambiano i rapporti economici tra stati, settori, singole società. Il concetto sacrosanto del lungo termine va accompagnato con concetti altrettanto centrali come la selettività e l'analisi di merito.

Bisogna abituarsi all'idea che l'investimento azionario può dare delusioni anche in un arco di tempo congruo. Il paradosso è che "più persone ritengono che l'investimento azionario sia il migliore, più le valutazioni salgono, e così diminuiscono le probabilità che le azioni sovraperformino". Non abbiamo bisogno di leggerlo sull'Economist perché ce lo ricorda spesso il nostro Paolo Legrenzi. In questo momento, in effetti, facciamo i conti con valutazioni sopra le medie storiche, la selettività e la gestione attiva diventano preziosi alleati.

La settimana scorsa abbiamo parlato proprio di questo al GAM Equity Day (qui il materiale). Abbiamo presentato l'opportunità di diversificare l'investimento azionario in temi regionali come i Mercati Emergenti e settoriali come Lusso e Health-Care.

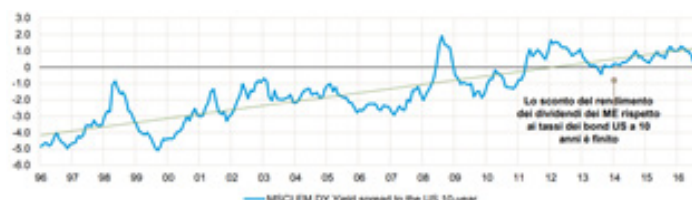
Le valutazioni dei listini emergenti presentano ad esempio valutazioni ragionevoli rispetto ai mercati sviluppati, al Nasdaq e al più ampio Russell 2000. Dopo anni di sottoperformance hanno ancora spazio per crescere.

Forward PE valuation - MSCI EM versus DM



Fonte: CLSA UK 18.7.2016

Sempre delegando allo specialista la loro selezione, le borse emergenti presentano dividendi superiori al rendimento del decennale americano, uno spunto interessante per chi cerca fonti di reddito.



		P/E	P/W	P/CF	P/Sales	Div Yld	FCF Yld
MSCI EM	Current	11.8	1.4	7.6	1.1	2.7	6.0
	10-year Average ->	11.2	1.6	6.9	1.1	3.0	5.3
	Premium	6%	-11%	10%	2%	-6%	52%
S&P500	Current	17.2	2.7	11.8	1.9	2.2	4.7
	10-year Average ->	14.2	2.2	9.6	1.4	2.3	6.5
	Premium	21%	22%	24%	34%	-2%	-28%

Rendimento dei dividendi EM rispetto ai tassi decennali USA. Fonte Bloomberg, MSCI, GAM

In definitiva, e in semplicità, se "la superiorità dell'investimento azionario nel lungo periodo è indiscutibile" come sostiene Jeremy Siegel, è altrettanto indiscutibile la necessità di essere selettivi e opportunisti per evitare che il lungo periodo diventi ... eccessivamente lungo.



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.