

L'ALPHA E IL BETA

26 febbraio 2018

Un diamante è per sempre?

Il valore globale degli immobili è di 228 trilioni di dollari, superiore alla somma di azioni e obbligazioni globali, pari nel 2016 a 170 trilioni di dollari. Ma l'espressione "sicuro come una casa" andrebbe però rivista

Nelle ultime settimane L'Alpha e il Beta ha trattato della difficoltà dell'investitore a gestire con sapienza le conseguenze del brusco cambiamento di scenario. E' tornata la paura dell'inflazione, i rendimenti sono cresciuti, le politiche monetarie sono meno prevedibili, la Federal Reserve sotto la nuova guida di Jay Powell sarà forse meno disponibile a interventi di eventuale soccorso ai mercati.

Qualche giorno fa Bloomberg titolava "The Goldilocks Markets is over", è arrivato al capolinea il mercato ideale, dove ogni grandezza economica ha l'intensità del 'quanto basta', né troppo né troppo poco. Escludendo che a Bloomberg abbiano chiesto un vaticinio al mago Otelma, neppure loro possono conoscere l'evoluzione dei mercati nel corso del 2018.

Ricordiamo le prime sei settimane del 2016? Anche quello sembrava il capolinea della lunga fase positiva delle borse, poi a metà febbraio la qualità dei dati dell'economia reale ha fatto premio sui timori degli operatori. "E' troppo presto per decretare la fine del 'bull market'" scrive il nostro Larry Hatheway, perché le condizioni dell'economia globale e degli utili attesi non sono cambiate. Si stima che gli utili europei siano ancora inferiori di circa il 30% rispetto ai valori del 2007 mentre quelli americani hanno superato i massimi del 2006 e del 2011. In altre parole, le diverse performance aziendali spiegano le differenze di performance dei listini tra le due sponde dell'Atlantico, ma indicano anche spazio di crescita per le aziende del Vecchio Continente

La forza dell'economia europea e delle aree emergenti è nelle carte, davvero troppo presto per abbracciare la narrazione millenaristica della fine di tutto.

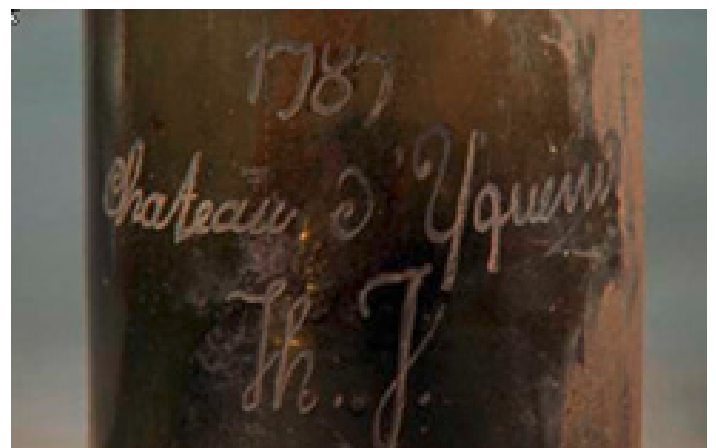
Eppure il titolo di Bloomberg ha germi di verità, qualcosa si è rotto, è meno probabile che il 2018 sia un proseguimento del 2017, il movimento di febbraio è stato breve ma costituisce comunque uno iato, una discontinuità che separa un prima

da un dopo. E il 'dopo' è un tempo di maggiore incertezza, di volatilità e di ulteriori correzioni.

L'Alpha e il Beta di settimana scorsa presentava le due principali narrazioni che ispirano i comportamenti degli operatori: la crescita economica continua, forte e sincronica, come nel febbraio 2016 avrà ragione di tutte le altre paure. L'altra narrazione mette invece in guardia dalle insidie dell'inflazione e dell'imprevedibilità delle politiche monetarie.

Il nostro argomento era che vince chi non scommette, chi si prepara a tutte le eventualità.

Elenchiamo le tessere del nostro mosaico: abbiamo il ritorno dell'inflazione e della volatilità, la crescita dei rendimenti, gli effetti sui listini delle strategie volatility-driven e risk parity, il rallentamento dell'economia cinese, le valutazioni tirate, il cambio di passo delle banche centrali. Ce n'è abbastanza per pensare che non siamo in una nuova edizione del febbraio 2016 ma in una fase del tutto nuova, quella del ritorno del rischio e della necessità di sue più oggettive valutazioni. I differenziali di rendimento anche nei segmenti di minore qualità del credito presentano profili di rischio elevati, probabilmente è prossimo un punto di inversione.



Nel 2006 una bottiglia di Chateau d'Yquem del 1787 venne venduta per 100.000 dollari, si riteneva che fosse appartenuta a Thomas Jefferson. Nel 1985 una bottiglia di Chateau Lafite Rothschild, a sua volta proveniente dalla cantina del presidente americano, venne venduta per 156.000 dollari

Da un lungo periodo caratterizzato da bassa crescita, bassa inflazione e politiche interventiste delle banche centrali, entriamo in una nuova fase che in GAM definiamo “Era del Post New Normal”, il cui epifenomeno è il disimpegno delle banche centrali e la chiamata alla responsabilità delle politiche fiscali.

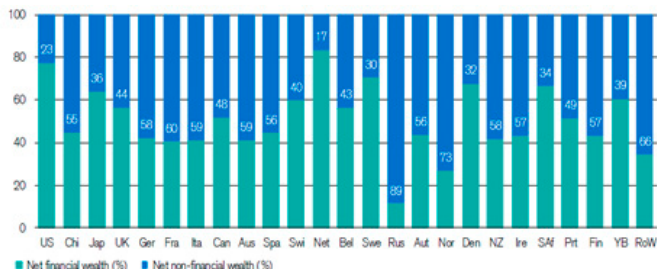
Quello dei governi è un ruolo che il protagonismo delle banche centrali ha tenuto in secondo piano eppure è decisivo. Ha poco senso chiedere a Draghi, o a Weidmann che era a Milano venerdì scorso, se in caso di rinnovate tensioni sugli spread del debito nazionale ci sarà una sorta di “whatever it takes reload”, un rinnovato interventismo monetario. Risponderanno, correttamente, che la difesa della credibilità nazionale è in primo luogo sulle spalle dei governi nazionali, sono loro, e le loro misure di politica economica, il primo grande bastione di credibilità e fiducia nei confronti degli investitori.

Annotazione periferica ma che merita essere ricordata a pochi giorni da un appuntamento elettorale.

La settimana scorsa è stato pubblicato, come tutti gli anni dal 2000, il Global Investment Returns Yearbook, curato da Credit Suisse in collaborazione con Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton della London Business School. I tre professori sono autentiche autorità nell’analisi dei rendimenti nel lungo periodo, il loro Rapporto compendia la storia dei mercati dal 1900 a oggi in ventitre paesi e tre macro-aree. E’ sempre una fruttuosa e raccomandabile lettura.

Proust ha scritto che “il vero viaggio di scoperta non consiste nel cercare nuove terre, ma nell’avere nuovi occhi”. Nel leggere l’aggiornamento annuale di questa sorta di mappa geografica dei rendimenti, si scoprono sempre qualche rientranza, baia o promontorio che erano sfuggiti, o che leggiamo appunto con gli occhi nuovi di cui parla Proust.

Quest’anno DMS, l’acronimo che indica Dimson, Marsh e Staunton, hanno per la prima volta considerato che i grandi patrimoni non sono limitati ai soli asset finanziari. Il Rapporto 2018 comprende la prima analisi di lungo periodo di beni non finanziari come immobili, oggetti d’arte, macchine d’epoca, libri e vini rari, gioielli.



Investimenti in asset finanziari e non finanziari. Fonte: Davies, Lluberas and Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Report 2017 e Credit Suisse Global Wealth Databook 2017; YB = Yearbook and RoW = Rest of World.

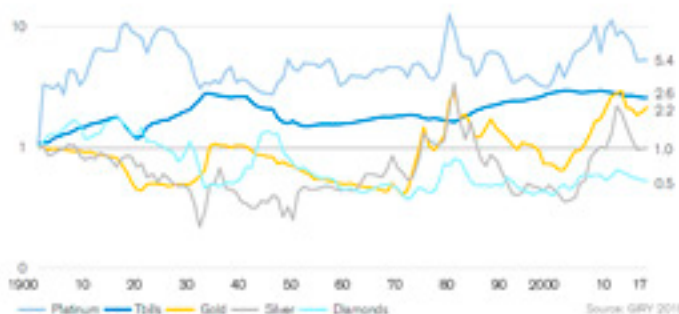
Scopriamo che gli immobili di tutto il mondo valgono complessivamente 228 trilioni di dollari, un valore di molto superiore alla somma di azioni e obbligazioni globali, pari nel 2016 a 170 trilioni di dollari. L’espressione “sicuro come una casa” andrebbe però rivista e aggiornata: negli Stati Uniti, in 118 anni, il rendimento reale medio annualizzato delle case è stato di 0,3%. Dai massimi di fine 2005 ai minimi del 2012, i prezzi delle case sono scesi in termini reali di oltre il 36%.

Dal 1900 il potere d’acquisto del valore degli oggetti rari, da collezione, è cresciuto di oltre 30 volte, pari a una crescita annualizzata del 2,9%. La migliore performance, tra violini, auto d’epoca e libri rari è stata quella delle bottiglie di vino, apprezzate in media del 3,7% annuo. Nel 1985 una bottiglia di Chateau Lafite proveniente dalla cantina di Thomas Jefferson venne venduta per 156.000 dollari. Nel 2006 un’altra bottiglia appartenuta a Thomas Jefferson, uno Chateau d’Yquem, venne venduto per 100.000 dollari. Però è meglio resistere alla tentazione di stappare, la delusione potrebbe essere fatale.

Nel lunghissimo periodo il miglior investimento si conferma quello azionario.

I movimenti dei listini sono erratici nel breve termine, difficili da interpretare, impossibili da prevedere, eppure nel lungo periodo restano una certezza, il rendimento reale medio delle azioni dal 1900 è del 5,2%.

Un’altra sorpresa nella lettura del Rapporto è scoprire che dal 1900 a oggi l’oro, l’argento e i diamanti non sono stati all’altezza della loro fama di beni rifugio. Nonostante guerre e periodi di alta inflazione i metalli preziosi si sono comportati peggio delle obbligazioni.

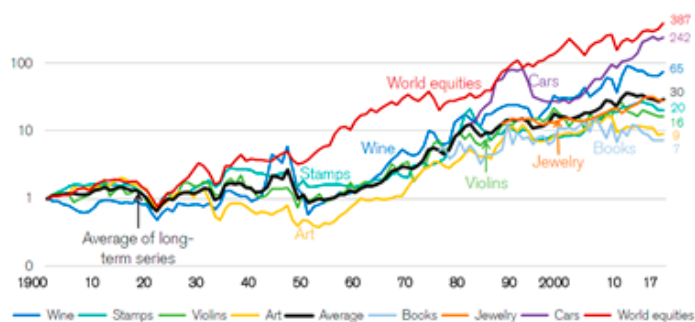


Oro, argento, platino e diamanti dal 1900 al 2017. Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 by E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School.

Il Rapporto conferma una verità nota, entriamo in un tempo di rendimenti strutturalmente più bassi, le azioni continueranno ad essere il miglior investimento in termini di rendimento atteso ma il loro premio al rischio sarà inferiore a quello storico.

Dall'analisi dello scenario e dalle statistiche del Rapporto di DMS ricaviamo utili indicazioni di comportamento.

Nei portafogli le azioni mantengono il loro ruolo privilegiato e, in questo momento, nel portafoglio di GAM conservano un peso relativo superiore alle obbligazioni. Queste ultime invece, lo abbiamo visto nelle settimane scorse, sono diventate più vulnerabili. La componente obbligazionaria, governativa e societaria, è stata portata a livelli inferiori a quelli ordinari per far posto a strategie non direzionali e strumenti "multi-asset class" e "liquid-alternative" (Alternative Risk Premia, Target Return ...). In altri termini strumenti e strategie che diano al portafoglio quella stabilità tradizionalmente fornita dalle obbligazioni.



Indici dei prezzi dei beni da collezione 1900 - 2017. Fonte: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 by E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School.



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.