

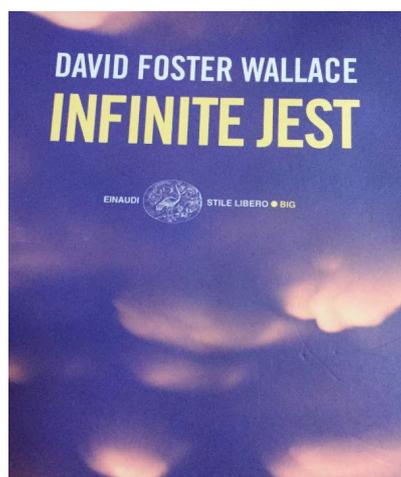
# FIUMI DI PAROLE ... CHE AIUTANO

Le stanche accomodanti delle banche centrali rendono ancora più complicata la caccia al rendimento. Fed accomodante e più robusti fondamentali continueranno con tutta probabilità a dare supporto ai mercati emergenti

Il tempo scorre, fugge, inganna, avvince e illude.

All'inesorabile scorrere del tempo Proust ha dedicato la sua monumentale Ricerca, la descrizione degli attimi in cui, bambino, apriva gli occhi dopo il sonno si distende in decine di pagine. Joyce cattura il flusso di pensieri di Leopold Bloom durante una sola giornata, il 16 giugno 1904, dilatata in un romanzo di oltre 265.000 parole.

In letteratura il tempo è forse il fenomeno che, dopo le passioni umane, più ha affascinato scrittori e poeti. Proust e Joyce hanno esplorato le vie che associano il tempo mentale dell'esperienza soggettiva con il tempo della storia, hanno raccontato il fluire del tempo avvertito nella coscienza dei loro protagonisti. Altri grandi scrittori hanno trattato il tempo come protagonista o come nemico. Dal De Brevitate Vitae di Seneca al racconto Il giardino dei sentieri che si biforcano di Borges, dalla Macchina del tempo di Herbert George Wells del 1895 a Ti con zero di Italo Calvino settant'anni dopo.



In Infinite Jest, il capolavoro di David Foster Wallace, gli anni sono privi di numero perché ciascuno di essi è stato venduto a uno sponsor: ci sono dunque l'Anno del Whopper, l'Anno dei Cerotti Medicati Tucks, l'Anno della Lavastoviglie Ultra Silenziosa Maytag, l'Anno dei Prodotti Caseari dal Cuore dell'America, Anno del Pannolone per Adulti Depend.

In letteratura, quella finanziaria, il tempo non è nemico ma alleato.

Il suo scorrere su titoli e strumenti di investimento tenuti con pazienza nei portafogli ne ottunde le spigolosità, ne attenua il rischio.

Markowitz è stato geniale nel trasformare il concetto di rischio in un numero, ma la sua analisi di media varianza è statica, non tiene conto del tempo.

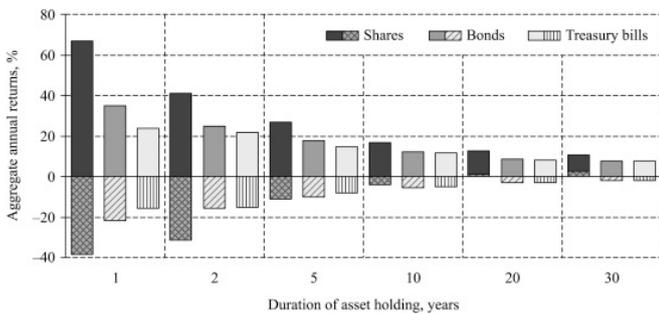
Ci ha pensato un altro premio Nobel, Robert Merton, a integrare l'analisi di Markowitz con il fattore tempo, spiegando le differenze tra soluzioni allocative adeguate a un portafoglio di breve termine e quelle disposte per il lungo periodo. Le opportunità di investimento cambiano nel tempo, argomenta Merton in dodici pagine dense di equazioni, l'investitore sinceramente orientato al lungo periodo deve tener conto soprattutto dei possibili e imprevedibili shock che possono capitare, di conseguenza deve preoccuparsi di dotare il portafoglio di adeguati strumenti di copertura. L'asset allocation strategica risponde proprio a questa esigenza, è la risposta lungimirante alla variabilità nel tempo delle condizioni e opportunità di investimento. Gli investitori di lungo termine beneficiano non solo dei vantaggi della diversificazione tra classi di attivo ma anche della diversificazione temporale.

Nelle analisi di media varianza derivate dal lavoro di Markowitz, ai bond viene generalmente assegnato un ruolo minore, rispetto alle azioni sono meno efficienti. Ma nelle scelte allocative di lungo termine le obbligazioni riacquistano la loro importanza. Tanto per cominciare, gli strumenti della liquidità perdono la loro caratteristica di "privi di rischio" perché dovranno essere reinvestiti in un futuro a tassi incerti. E ai fini della stabilizzazione del portafoglio, le emissioni a più lunga scadenza portano in dote un ragionevolmente certo flusso cedolare.



**Carlo Benetti**  
Market Specialist di  
GAM (Italia) SGR S.p.A.

Certo, nel portafoglio di lungo termine il peso delle azioni è superiore alle obbligazioni, un aspetto su cui Jeremy Siegel è molto assertivo nel suo best seller "Stocks for the long run". Partendo dall'analisi del mercato azionario americano in un periodo di quasi duecento anni, dal 1802 al 1997, Siegel ha buon gioco a dimostrarne la superiorità, in termini di rendimento reale, sulle altre classi di attivo. Un "holding period" di vent'anni fa diminuire la deviazione standard delle azioni a livelli inferiori a quelli delle obbligazioni così, conclude Siegel, "lo strumento più sicuro per difendere il potere d'acquisto è con tutta evidenza un portafoglio diversificato di titoli azionari".



I rendimenti massimi e minimi di azioni, obbligazioni e obbligazioni a breve termine per periodo di investimento, dal 1802 al 2006. Fonte: J. J. Siegel "Stocks for the long run", 2008

Siegel non fa però i conti con la natura dell'uomo, con le ansie causate dai rovesci di mercato, con la naturale tendenza di ciascuno ad allontanare ciò che fa paura e, nel nostro caso, si allontana la paura di perdere vendendo.

In termini statistici Siegel ha ragione, il portafoglio ottimale orientato al lungo termine deve essere investito in larga parte in azioni ma, chiosiamo noi, si devono tenere nel debito conto i rendimenti passati. Se sono stati elevati, il ritorno alla media implica rendimenti futuri più bassi, semplicemente.

Alcuni investitori possono sentirsi attratti dai mercati azionari per le prospettive di performance e per il rischio tanto più basso quanto più lungo diventa l'orizzonte temporale. E' corretto, ma in questo preciso momento storico, se teniamo conto dei rendimenti azionari negli anni scorsi e le attuali valutazioni, le azioni presentano un profilo di rischio maggiore rispetto alle obbligazioni o, detto altrimenti, richiedono un orizzonte temporale davvero lungo, di quelli di cui parla Siegel.

La settimana scorsa abbiamo avuto "fiumi di parole" dalle banche centrali. Ha cominciato Draghi con il suo discorso introduttivo al convegno annuale della BCE a Sintra, due giorni dopo è stata la volta di Powell e, giovedì, abbiamo avuto le dichiarazioni di Mark Carney della Bank of England e Haruhiko Kuroda della Bank of Japan. Interpretazioni diverse del medesimo spartito accomodante. I mercati non sono però così sicuri che le banche centrali riescano a raggiungere gli obiettivi di inflazione, hanno ringraziato ma stanno anche realizzando che il tempo dei tassi

negativi non è destinato a esaurirsi presto. La Federal Reserve che diminuisce le previsioni dei tassi nel prossimo futuro e un benchmark come il Bund che supera la soglia di -0,30% suonano come un allarme sulla stabilità finanziaria di lungo termine (anche l'Italia ha conquistato il non invidiabile ruolo di fattore di instabilità generale).

Le parole di Powell e la stance accomodante della Federal Reserve sono state la marea che ha fatto salire tutte le barche, ovvero le valute locali, anche quelle che hanno sofferto di più come il peso argentino e la lira turca.

"Il periodo successivo a una crisi costituisce in genere un buon momento per investire nei mercati emergenti" scrive il nostro Paul McNamara, capo delle strategie obbligazionarie emergenti di GAM "mediamente i rendimenti post-crisi sono 3 volte superiori alla media degli ultimi 17 anni; tra Argentina e Turchia pensiamo che quest'ultima, dall'economia relativamente aperta, vicina all'Europa e con più spazio di manovra sul piano fiscale, abbia prospettive migliori, l'Argentina risentirà invece dell'incertezza di una tornata elettorale in cui un candidato populista e ostile alle logiche del mercato ha buone possibilità di vittoria".



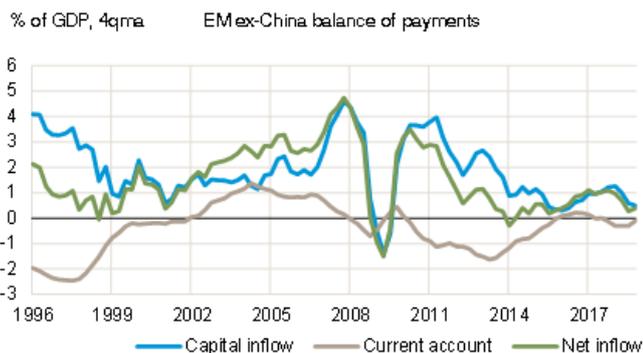
Le valute locali hanno reagito positivamente alla conferma della stance accomodante della Fed. Fonte Bloomberg.

Nell'eredità del QE, un'alterazione mai vista dei mercati dei capitali e delle condizioni finanziarie, si annida una grande contraddizione, quella di borse ai massimi nonostante la consapevolezza della fase tardiva del ciclo. L'aumento del prezzo dell'oro conferma l'apprensione diffusa eppure i listini continuano a surfare su "un'onda di preoccupazioni" come la definisce John Authers di Bloomberg. Un'onda destinata a durare ancora un po', almeno finché l'inflazione non si ripresenterà davvero o no ci siano particolari sorprese geo-politiche.

Nel frattempo si complica la caccia al rendimento, soprattutto per i grandi investitori obbligazionari, fondi pensione e società di assicurazione su tutti. Una condizione che costituisce il presupposto per la prevedibile crescita di asset a maggior rendimento e conseguente necessità di tempi di investimento più lunghi.

Tra queste possibili aree di interesse annoveriamo le obbligazioni emergenti: continuano a beneficiare del supporto della politica monetaria accomodante della Federal Reserve e dei passi avanti compiuti nel riequilibrio dei conti, la loro vulnerabilità è di conseguenza diminuita.

I fattori sopra ricordati, Fed accomodante e più robusti fondamentali, continueranno con tutta probabilità a fornire supporto ai mercati emergenti, i rischi maggiori sono costituiti dalle sorprese della politica e dalle tensioni commerciali. In ogni caso nel lungo periodo tutti i principali centri di ricerca sono d'accordo almeno su due condizioni, il PIL nominale cinese, espresso in dollari, supererà quello degli Stati Uniti, e continuerà la crescita dell'area asiatica, lì vivrà oltre la metà della popolazione del mondo e lì verrà prodotta oltre la metà della ricchezza globale. La seconda metà del 2019, e più probabilmente il 2020, riserveranno certamente delle sorprese, il ciclo economico e le dinamiche di questa fase tarda potranno assumere caratteristiche inedite, ma siamo certi che non mancano, e non mancheranno, buone opportunità nelle economie emergenti. Ne parleremo in dettaglio al GAM Competence Day, a Milano mercoledì 26 giugno, e tornerà naturalmente a parlarne anche L'Alpha e il Beta nelle prossime settimane.



Gli outflow dalle economie emergenti si sono stabilizzati. Fonte: Haver Analytics, GAM

“Dal punto di vista dei fondamentali macro” dice ancora Paul McNamara “il processo di ribilanciamento dei conti esterni avvenuto negli ultimi anni ha ridotto in maniera sostanziale la vulnerabilità di buona parte dei Paesi, mettendoli nelle condizioni di affrontare le difficoltà in una posizione di maggiore stabilità. In aggiunta a questo, le valutazioni di mercato particolarmente attraenti, che già scontavano buona parte dei timori macro e geopolitici, hanno rappresentato un ulteriore fattore a supporto del comparto”.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



#### Importanti avvertenze legali:

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.