

IL TEMPO DAVANTI

Più che un arco temporale più o meno definibile, il lungo termine è un atteggiamento della mente, la prospettiva che ciascun investitore adotta nelle scelte di portafoglio. In ottica di lungo termine, riconsideriamo i mercati emergenti

Come la bellezza è negli occhi di chi guarda, così il lungo termine è nella testa di chi investe.

In queste colonne ripetiamo spesso che l'orizzonte di lungo termine è l'unico orizzonte che ben si ataglia agli investimenti, ma quanto è lungo il lungo termine?

“Se non sei a tuo agio nel mantenere in portafoglio un'azione per dieci anni non dovresti tenerla neppure per dieci minuti” ammonisce il saggio di Omaha che del lungo termine ha fatto il pilastro del suo stile di investimento.

In letteratura non mancano le definizioni dell'investitore paziente: “colui che non è mai costretto a vendere sulla spinta delle prevalenti condizioni del mercato”, oppure “colui che è meno preoccupato dei cambiamenti temporanei dei prezzi ed è invece concentrato sulla crescita del reddito e sull'accumulazione del capitale nel lungo periodo”.

Jeremy Siegel è definitivo, nel lungo termine le azioni sono meno rischiose delle obbligazioni scrive nel long-seller “Stocks for the long run” e dimostra, dati alla mano, che il ciclo della superiorità storica delle azioni si sviluppa in archi di vent'anni.

In un periodo ancora più lungo, i cinquant'anni dal 1949 al 2000, la performance media annua dell'indice americano è stata del 13,1%, quella del Treasury di appena il 5,8%. La questione del lungo periodo non è da prendere alla leggera perché Peter Bernstein mostra che fino al 2009, ovvero fino a quando l'intervento delle banche centrali nella Grande Crisi Finanziaria ha modificato strutturalmente il livello dei tassi, nelle serie storiche Ibbotson si riconoscono archi di tempo anche molto lunghi nei quali le performance “total return” dei Treasury decennali sono superiori a quelle dello S&P 500.

Anche la celebre frase di Keynes sul lungo termine è spesso citata fuori contesto. L'economista di Cambridge la scrisse nel “Trattato sulla riforma monetaria” del 1923, se la prendeva con il postulato per il quale l'economia è un sistema che alla fine riesce a trovare da solo il punto di equilibrio, che se il governo non interferisce peggiorando le cose si tratta solo di aspettare. Keynes contestava fortemente l'idea che con il tempo le cose vadano a posto da sole e lo avrebbe argomentato con maggior vigore nella Teoria Generale. Il suo riferimento al lungo termine è tutt'altro che un invito a cogliere l'attimo e infischiarci del futuro.



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



Giorgio Vasari (1511-1574), “Allegoria della Pazienza”
(Galleria degli Uffizi, Firenze)

“Non abbiamo mai giocato tanto con il tempo lì davanti, tutto il tempo che ci spetta, tutto il tempo che ci tocca” canta Luciano Ligabue. Probabilmente, più che un arco temporale più o meno definibile, il tempo è “un atteggiamento mentale, la prospettiva che ciascun investitore adotta nelle sue scelte di portafoglio”: uno studio del 2014 mette a fuoco almeno tre grandi vantaggi degli investitori di lungo termine rispetto ai trader:

1. la capacità di assumere posizioni per le quali i tempi della remunerazione sono incerti;
2. la capacità di sfruttare le opportunità generate dai comportamenti degli investitori di breve termine;
3. la libertà di investire in attività poco liquide.

Se il lungo termine è una condizione mentale, le virtù della pazienza e della perseveranza ne sono il corollario.

La pazienza è forse tra le virtù meno amate, stride con la cultura della velocità, con l'ambizione, con le prestazioni, evoca polverosi ricordi del catechismo, insegnamenti impartiti in una età in cui semmai è l'impazienza a farla da padrona. La pazienza è spesso associata alla lentezza dello scorrere del tempo, alla noia. L'altra virtù, la perseveranza, per il dizionario Treccani è la “fermezza nel perseguire i propri scopi o nel tener fede ai propri propositi”, dunque è perseverante colui che ha propositi e obiettivi precisi. Pazienza e perseveranza sono le ancelle del lungo termine, quell'orizzonte in cui si colloca la porzione di portafoglio esposta alle economie emergenti.

All'indomani della crisi del 2008 i paesi emergenti dimostrarono una inattesa capacità di reazione, primo segnale delle profonde trasformazioni strutturali che erano già in corso.



Crescita dal 1991. Fonte: PIIE October 2021, IMF, World Economic Database, April 2021.

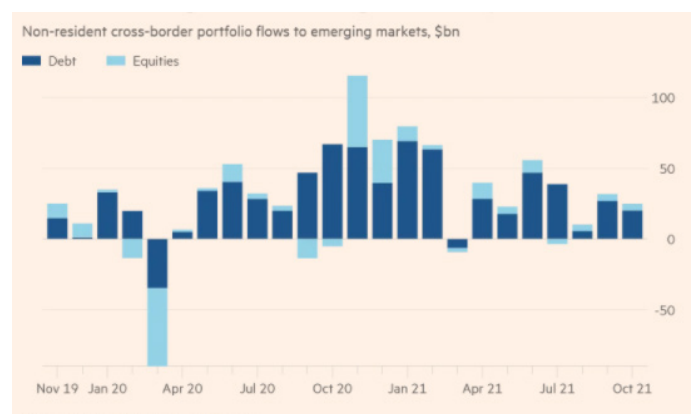
Nello shock esogeno del 2020, le economie emergenti hanno prima sofferto e poi beneficiato delle formidabili misure di supporto all'economia messe in atto da governi e banche centrali delle economie avanzate. Lo scorso marzo, con la graduale presa di coscienza della serietà della crisi sanitaria globale, dai mercati emergenti uscì un ingente massa di capitali, gli investitori ritirarono novanta miliardi di dollari ma la temuta “crisi da debito” non ci fu, venne evitata dall'azione stabilizzatrice della Federal Reserve.

Le economie emergenti non sono ancora uscite dalla fase critica, restano vulnerabili alla normalizzazione delle politiche monetarie, al dollaro che si rafforza, al costo dell'energia, al riemergere delle tensioni tra Cina e Stati Uniti.

Soprattutto, i paesi emergenti stanno ancora pagando un prezzo elevato ai ritardi nel contrasto alla pandemia, una delle maggiori ragioni di preoccupazione. Le politiche dei vari paesi oscillano tra il “bisogna convivere con il Covid” dei paesi dell'America Latina, e l'obiettivo di eliminazione totale del virus perseguito da Cina e Australia. Posizioni estreme e, con tutta probabilità, almeno per il momento entrambe fuori portata. E' invece dimostrata l'efficacia delle campagne vaccinali in Europa e negli Stati Uniti, gli alti tassi di somministrazione dei vaccini sono positivamente correlati con le riaperture e la ripresa dell'attività economica. C'è anche il rischio che il perdurare dell'epidemia nei paesi più poveri abbia conseguenze durature e perdurino gli effetti negativi sulla crescita economica.

Altra ragione di inquietudine, ma di ben diversa intensità rispetto al 2013, è il tapering della Federal Reserve: le borse emergenti arrancano dietro i listini delle economie avanzate che, al contrario, festeggiano risultati sibaritici e nuovi massimi.

Eppure, nonostante le circostanze ancora svantaggiose, gli investitori non hanno smarrito il favore verso le economie emergenti, dopo il drammatico marzo 2020, in tutti i mesi eccetto uno si sono registrati flussi netti positivi per complessivi 790 miliardi di dollari.

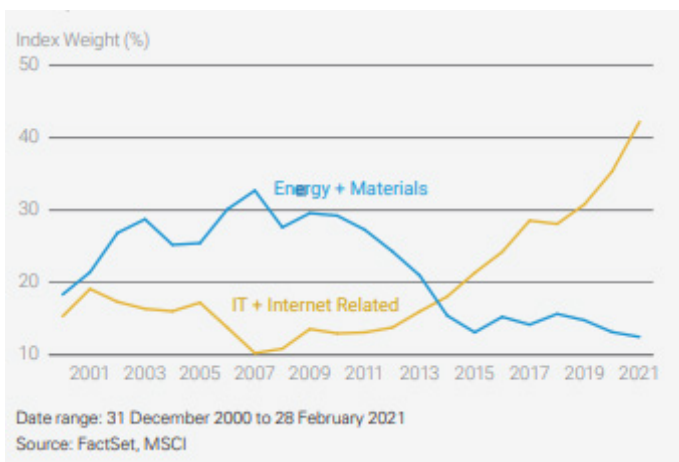


Da marzo 2020 gli investitori hanno continuato a investire nelle economie emergenti. Fonte: FT. IIF

Vale la pena fare qualche considerazione di lungo termine.

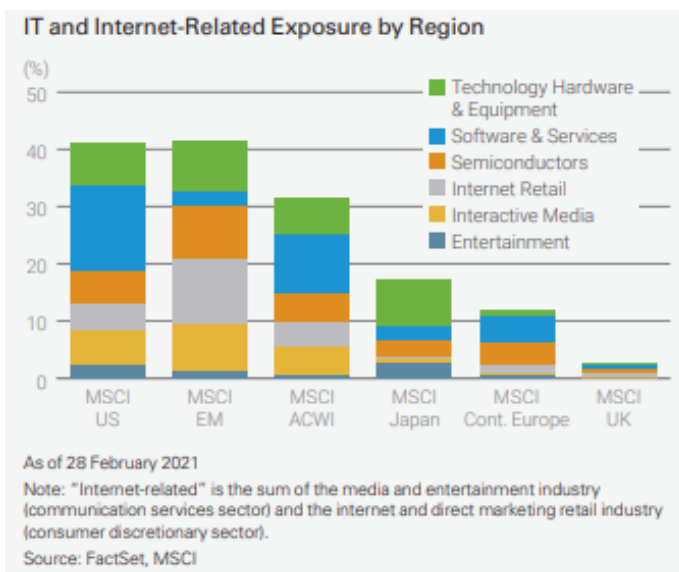
Gli investitori, istituzionali e retail, hanno compreso la forza dei cambiamenti intervenuti nelle economie emergenti soprattutto nell'area asiatica. Venti anni fa, nell'indice MSCI Emerging Markets era preponderante la presenza dell'Europa dell'Est, del Medio Oriente e dell'America Latina. L'Asia era rappresentata per meno della metà, grossomodo il 40%. In due decenni la situazione si è capovolta, oggi le borse asiatiche rappresentano la gran parte della capitalizzazione dell'indice, la Cina da sola conta per il 40%, l'America Latina è scivolata a circa il 20%.

Anche la rappresentazione settoriale è molto cambiata, le materie prime sono oggi molto meno importanti mentre è accresciuta l'esposizione alla tecnologia e alle società legate alla rivoluzione digitale, subito dietro è aumentato il peso del settore finanziario.



Cresce il peso della tecnologia a scapito di energia e materiali. Fonte: Lazard Perspectives, FactSet, MSCI.

L'investimento nei mercati emergenti offre dunque una maggior esposizione alle prospettive della tecnologia e del progresso digitale: l'indice MSCI Emerging Markets ha una esposizione più che doppia al settore tecnologico rispetto all'indice della borsa di Tokyo e tripla rispetto alle borse europee (ex Gran Bretagna). In altre parole, l'esposizione al settore tecnologico nelle economie emergenti è simile a quella degli indici americani ma le valutazioni sono molto più convenienti.



Esposizione al settore tecnologico per aree geografiche. Fonte: Lazard Perspectives, FactSet, MSCI.

Tim Love di GAM Investments, esperto dei listini emergenti, ritiene che le condizioni dell'economia americana costituiscano uno scenario favorevole in quanto la crescita e i flussi positivi netti andranno a colmare il gap di performance e di valutazioni. Le attese sui dividendi sono favorevoli e i flussi di capitale sono la premessa di ripresa dei prezzi.

"In definitiva" scrive Tim "siamo convinti che la pazienza, aiutata dalla diminuzione dell'incertezza, verrà premiata e le azioni emergenti "scatteranno" come una molla compressa e poi liberata".

Proprio in ragione della loro sottovalutazione e del sottopeso nei portafogli globali, le azioni emergenti presentano un limitato "downside" nel caso del protrarsi dell'incertezza e, nello stesso tempo, costituiscono un luogo per diversificare il portafoglio nell'area investment grade "che fa appello al valore, alla crescita e al rendimento" conclude Tim.

A pochi giorni dalla Festa del Ringraziamento vale la pena ricordare anche l'apologo del tacchino di Bertrand Russell (vedi L'Alpha e il Beta del 2.12.2019).

Il tacchino di Russel immagina il futuro sulla base dell'esperienza del passato: nota che tutti i giorni gli viene portato del cibo però, da bravo tacchino esperto di logica, non salta alle conclusioni sulla base di poche osservazioni. Il tempo passa e le osservazioni del tacchino si fanno sempre più robuste. Che piova o nevichi, che faccia caldo o freddo, che sia giorno festivo o di lavoro, ogni giorno il cibo arriva puntuale.

La logica induttivista porta dunque il tacchino alla formulazione generale che "il cibo arriva tutti i giorni". Ma quando anziché il cibo arriva il Giorno del Ringraziamento, la legge universale si infrange contro il dato dell'esperienza, è il tacchino a diventare cibo.

Quando si tratta di risparmi, pensare che il passato contenga tutte le informazioni utili per il futuro vuol dire rischiare di finire come il tacchino di Russell nel Giorno del Ringraziamento. Stabilire regole assolute sulla base della sola esperienza pratica è fallace, per Karl Popper le teorie scientifiche sono validate e confermate dal principio falsificazionista, molteplici osservazioni non sono sufficienti a validare una regola universale. "La pratica non è il nemico della conoscenza teorica ma il suo più valido incentivo" scrive il filosofo tedesco.



Marc Chagall (1887-1985), "La passeggiata" (1917-1918 Museo di Stato Russo San Pietroburgo)

L'invito al pragmatismo di Popper ben si attaglia all'investitore di lungo termine, paziente, perseverante e, appunto, pragmatico: sa cosa fare sulla scorta di un buon corredo di informazioni e di alternative ben ponderate, resta sufficientemente sereno nella consapevolezza di aver operato nel portafoglio con saggezza e con coerenza. Non sappiamo cosa riservi il futuro, sappiamo però che l'atteggiamento pragmatico nella costruzione del portafoglio è sempre più efficiente dell'approccio dogmatico.

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.