

# BOND PER IL LUNGO TERMINE

Non solo azioni. Nel lungo termine anche le obbligazioni, se hanno una ragionevole componente di rischio, danno buoni risultati

La meraviglia della fisica è il costante progresso nella conoscenza delle regole che governano la terra e l'universo. "Noi abbiamo una certa visione del mondo" dice il fisico Carlo Rovelli "poi scopriamo che è una visione parrocchiale, periferica, provinciale; impariamo così a vedere più lontano, a vedere un mondo dove la Terra non è piatta, che in assenza di gravità non esistono i concetti di alto e basso, che il tempo non esiste".

Ha detto proprio così, "il tempo non esiste". L'ambito di ricerca di Carlo Rovelli è la gravità quantistica, l'area della fisica che argomenta come a livello fondamentale, nei processi elementari dei quanti di spazio, il tempo smetta di scorrere. Nelle profondità dello spazio, quanto più ci si avvicina ai bordi di un buco nero il tempo rallenta fino a fermarsi. Nella rappresentazione matematica dell'infinitamente piccolo, le equazioni non comprendono la variabile tempo perché nell'inimmaginabile dimensione dei quanti di spazio esiste un intervallo minimo al di sotto del quale non c'è più tempo.

Lo studio delle onde gravitazionali procede nell'affascinante astrazione dell'assenza del tempo, il cui scorrere in avanti è esclusivo della nostra dimensione terrestre, estraneo alle molte altre dimensioni dell'universo. Insomma, dice Rovelli, il tempo è scomponibile in intervalli solo sulla terra, dove la scansione del tempo plasma la concretezza della vita quotidiana, dove il tempo scorre inesorabile in avanti.

Pochi giorni fa Jason Zweig, commentatore finanziario del Wall Street Journal, tornava a ragionare sul lungo termine e metteva in dubbio il consolidato convincimento che nel lungo periodo le azioni siano l'asset class più efficiente. Non si tratta di un convincimento campato in aria, nel suo best seller del 1994, "Stocks for the Long Run", Jeremy J. Siegel dimostrava la superiorità nel tempo dell'investimento azionario, il Rapporto annuale sui rendimenti curato da Credit Suisse in collaborazione con Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton della London Business School, conferma la maggior efficienza delle azioni anche nei confronti degli investimenti in beni reali.



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



Orologio del Pavone, sec XVIII (Museo Piccolo Ermitage, San Pietroburgo)



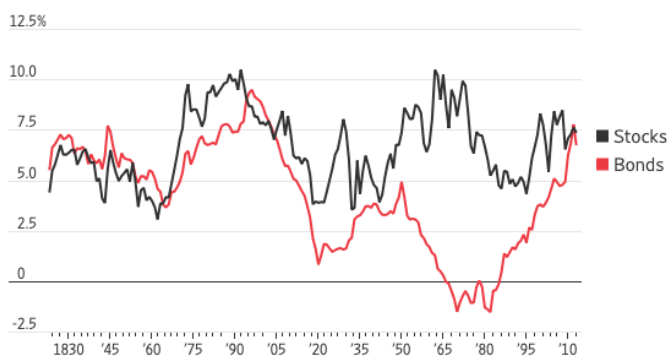
Orologio ad acqua al Pincio, Roma, 1873

Nell'articolo sul WSJ, Zweig da conto dello studio di un professore in pensione, Edward McQuarrie della Santa Clara University, che ha compiuto un certosino lavoro di assemblaggio dei prezzi delle obbligazioni americane risalendo fino al 1793.

Quello di McQuarrie è un lavoro diverso da quello di Jeremy Siegel, il professore californiano ha messo in relazione i rendimenti azionari con un paniere composto da tutte le obbligazioni disponibili agli investitori nei vari intervalli di tempo. Non solo bond governativi dunque, ma anche Municipal e Corporate Bond, ad esempio le ricche, e rischiose, emissioni delle società ferroviarie, gli high yield del XIX secolo.

I risultati della comparazione non sono altrettanto univoci di quelli di Siegel, la supremazia delle azioni si attenua. Non sempre i listini si sono comportati meglio delle obbligazioni, non solo nel decennio 2001-2011, quello delle due formidabili crisi, del 2001, deflagrazione della bolla tecnologica e fine del decennio di sovrainvestimento, e del 2007-2008, la Grande Crisi Finanziaria. McQuarrie ha scomposto in intervalli di trent'anni il lungo periodo di tempo tra il 1823 e il 2013, mostrando come in buona parte del XIX secolo i bond abbiano avuto ritorni superiori alle azioni.

Total real returns, with income reinvested, rolling 30-year average



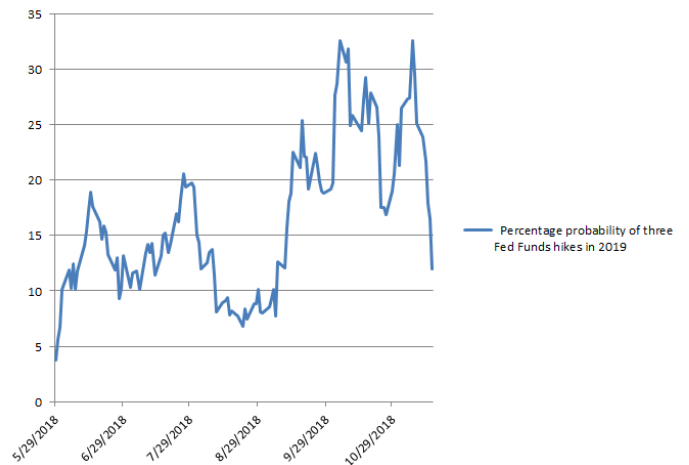
Rendimenti reali con reinvestimento proventi, media 30 anni rolling. Fonte Edward Mc Quarrie, Santa Clara University.

Due considerazioni:

- la prima riguarda il noto cliché che “le performance del passato non sono garanzia di risultati futuri”, che gli investitori leggono un po’ ovunque in qualsiasi proposta di investimento o prospetto; Siegel e McQuarrie mostrano entrambi le differenze di performance tra il XIX e il XX secolo. Le cose sono ulteriormente cambiate negli ultimi anni, il comportamento di azioni e obbligazioni si è fatto più correlato;
- l’enunciato di Siegel, “stocks for the long run”, resta confermato, nel lungo termine il rischio “paga”, la sicurezza del rendimento passa per la rinuncia alla sicurezza. L’enunciato viene però integrato dal corollario che bond rischiosi possono remunerare quanto e più delle azioni. “Qualche volta le obbligazioni ti danno una buona performance” scrive McQuarrie “qualche volta lo fanno le azioni”.

In definitiva, lo studio del professore della Santa Clara University conferma due note certezze: l’assunzione di rischio remunera nel tempo, il suo premio è nel lungo termine, e che le fonti di rischio vanno sempre diversificate. Considerazioni familiari ai lettori di questa newsletter ma che meritano di essere ricordate a poche settimane dalla fine di uno dei mesi peggiori degli ultimi anni, con la gran parte delle classi di attivo prossime allo zero o in territorio negativo da inizio anno.

Negli Stati Uniti tassi di interesse e rendimenti sono in rialzo da tempo e Powell ha ricordato recentemente che i tassi sono ancora lontani dal livello neutrale, benché i mercati non lo stiano seguendo con troppa convinzione.



Fonte Bloomberg

La riunione della Federal Reserve di metà novembre è stata priva di novità, ma è interessante ragionare sul non detto piuttosto che su quanto è stato detto. Powell si è guardato bene dall'evocare le difficoltà dei mercati emergenti, i segnali di debolezza del mercato immobiliare domestico, o il cedimento in poche settimane del prezzo del petrolio, circostanze che potrebbero essere sabbia negli ingranaggi del meccanismo della normalizzazione. Nel resto del mondo la crescita rallenta, in Europa le condizioni finanziarie si fanno più tirate, e le cose potrebbero peggiorare se il rallentamento nell'Eurozona, come quello registrato nel terzo trimestre, venisse a coincidere con condizioni monetarie meno accomodanti. Non aiutano le incertezze politiche, il governo inglese alle prese con la negoziazione di Brexit o il confronto muscolare del governo italiano con la Commissione Europea.

I mercati emergenti, a loro volta, hanno pagato in ottobre un dazio pesante al cambiamento di scenario, ma i deflussi di capitale hanno riguardato più i listini che le obbligazioni. Al netto della vulnerabilità posta dalla politica della Fed, i fondamentali di molte economie conservano un profilo di interesse. Storicamente, i mercati emergenti entrano nei guai con eccessive esposizioni debitorie in dollari o con deboli dotazioni di riserve in valuta forte. Sono almeno due le caratteristiche che giocano a favore delle obbligazioni emergenti, le ha ricordate il nostro Mike Biggs nel GAM Competence Day dello scorso 30 ottobre a Milano.



Michael Biggs al GAM Competence Day, Milano 30 ott. 2018. Photo credit: GAM.

La prima caratteristica è la stabilizzazione delle bilance dei pagamenti e dei cambi. In termini generali, le partite correnti sono in miglioramento dal 2013, nelle ultime settimane i movimenti di capitale si sono stabilizzati e con loro i movimenti delle valute. L'altro fenomeno è l'impulso del credito, la sua stabilizzazione e recupero saranno di ausilio alla domanda e alla crescita del PIL.

Il principale driver delle obbligazioni emergenti, soprattutto quelle denominate in valuta locale, è naturalmente il dollaro americano. I differenziali degli Stati Uniti con il resto del mondo in performance economica e tassi danno ancora forza al biglietto verde. Ma in una prospettiva di lungo termine le obbligazioni emergenti non possono essere ignorate, nel più breve periodo gli ancoraggi necessari sono un contesto globale stabile, un'economia cinese in equilibrio, stabilità dei prezzi delle commodity.

Al GAM Competence Day del 30 ottobre abbiamo parlato di strategie funzionali a sfuggire alla "trappola del tempo", non quella di cui parla Carlo Rovelli ma quella che ci cattura nella nostra dimensione, di cui ha parlato il professor Legrenzi nella Lezione nr. 291 del 31 ottobre scorso.

Le indagini sulle onde gravitazionali hanno l'obiettivo ambizioso di conciliare tra loro le due grandi eredità teoriche del Novecento, la fisica teorica e la meccanica quantistica, unendole in un unico grande disegno che spieghi l'universo.

Più modestamente, il lavoro del consulente finanziario ha a che fare con la conciliazione delle emozioni, che abitano il breve periodo, con il razioicinio dell'investimento finanziario, che abita il tempo lungo. La "trappola del tempo" cattura gli investitori nel breve termine, la dimensione in cui si ha paura del futuro, in cui liquidità e investimenti prudenti sono preferiti a quelli rischiosi. Come suggerisce il professor Legrenzi, per evitare di essere intrappolati nel breve termine "bisogna ricondurre il tempo alla persona nella sua interezza e equilibrio".



Simbolo del pensiero di lungo termine, l'installazione dell'orologio voluto da Jeff Bezos, progettato per funzionare 10.000 anni, al costo stimato di 42 miliardi di dollari. Fonte Il Sole 24 Ore, 21.2.2018.

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.