

# GESTIONE DEI PORTAFOGLI: ARTE O SCIENZA?

Chiedersi se la gestione di patrimoni sia arte o scienza è un esercizio intellettuale di scarsa rilevanza pratica, il successo si sviluppa in quell'area indefinita in cui le competenze tecniche sfumano nelle intuizioni. Nelle attuali condizioni di scenario, nello scollamento tra previsioni sull'economia globale e scelte allocative, la gestione dei portafogli è forse più arte che scienza

Nel 2009, in un articolo pubblicato sull'*Economist*, Robert Lucas scriveva che "ciò che non avremo mai è un set di modelli che prevedano i cali improvvisi nel valore degli asset finanziari, ad esempio il crollo che fece seguito al fallimento della Lehman Brothers".

L'economista premio Nobel difendeva l'ipotesi dei Mercati Efficienti, il fallimento della Lehman Brothers di un anno prima era una conferma della sua validità, dopotutto il prezzo aveva incorporato tutte le informazioni disponibili fino al tracollo.

L'articolo "In difesa della scienza triste" mette però sullo stesso piano le previsioni deterministiche con la possibilità che modelli probabilistici diano segnali predittivi. In altre parole, le previsioni non dovrebbero riguardare dove si troverà un indice o un rendimento in una certa data futura, esercizio vacuo e impossibile, ma modelli di probabilità possono incorporare affidabili segnali di cambi di regime o periodi di tensione nei mercati.

L'accresciuta rilevanza della statistica ha reso l'attività di gestione contesa tra l'ambito della scienza e quello dell'arte, è aperta la disputa se ai fini del successo sia più rilevante l'apparato scientifico o l'estro delle intuizioni. L'ipotesi dei Mercati Efficienti esclude la possibilità di battere il mercato e il grande Jack Bogle, pioniere delle strategie indicizzate, non aveva dubbi, l'asset management è soprattutto scienza, altro che intuizioni del gestore attivo, non perdere tempo a cercare l'ago nel pagliaio "comprati tutto il pagliaio".



I gradi dell'ipotesi dei Mercati Efficienti: debole (serie storiche di prezzi e rendimenti), semi-forte (disponibili tutte le informazioni pubbliche), forte (disponibili tutte le informazioni pubbliche e private). Fonte: IG Bank

Naturalmente la pensano in modo opposto i gestori attivi, per loro la gestione dei portafogli è soprattutto arte, a nulla servono le conoscenze tecniche se non sono assistite da felici intuizioni. L'attività di investimento, scrive Peter Lynch, "è un'arte, coloro che sono abituati a quantificare con precisione ogni cosa sono in realtà sfavoriti".

Si tratta chiaramente di un'iperbole, Lynch è stato un grande gestore dalle profonde competenze tecniche, il suo estro si accompagnava a straordinarie capacità di analisi dei bilanci e di valutazione delle società.



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

Alla fin fine però, se si tiene conto del dato dell'esperienza, la contrapposizione tra arte e scienza è squisitamente concettuale e di scarsa rilevanza, nella pratica il successo nell'attività di gestione si sviluppa in quell'area indefinita in cui le indispensabili competenze tecniche sfumano nelle intuizioni, entrambe concorrono a prendere vantaggio dalle inefficienze informative.

Un esempio che può aiutare a capire viene dall'esperienza artistica di William Congdon, di cui lo scorso 15 aprile ricorrevano i centodieci anni dalla nascita. Negli anni Settanta il pittore americano scelse di vivere in Italia, nella Bassa milanese, un cambiamento di vita che si manifestò nell'evoluzione del percorso artistico. In quegli anni la pittura di Congdon si fa geometrica, condizionata dalla terra e dai campi che osserva dalle finestre della sua cascina.

Nelle mani del pittore la spatola sottile diventa un coltello che divide con rigore e simmetria gli spazi sulla tela. I rapporti spaziali e tonali sono equilibrati, i quadri sono a due dimensioni, privi di rilievi che suggeriscano la profondità, la terza dimensione dello spessore.

Più o meno come Bill Congdon, i gestori devono riportare sulla tela del portafoglio la realtà che osservano, fare scelte che ne siano sintesi. Anche il quadro del portafoglio è bi-dimensionale, si muove sulle coordinate ortogonali del rendimento atteso e del rischio.

La grande differenza tra il gestore e il consulente finanziario rispetto a tutti gli altri specialisti è nel fatto che la correttezza delle loro scelte si comprende solo nel futuro, nel breve termine le decisioni devono soggiacere alla prova della volatilità e dell'incertezza. La combinazione di competenze tecniche e intuizioni (l'arte, come scrive Lynch) porta alla definizione dell'equilibrio tra rischi assunti e rendimenti attesi, nella composizione simmetrica tra le diverse asset class e i singoli strumenti.



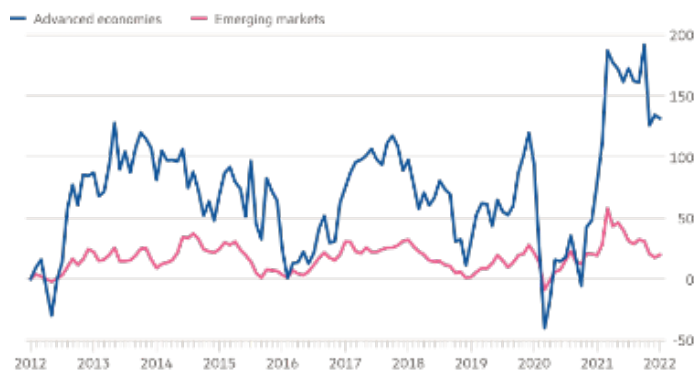
William Congdon (1912-1998), Campo d'orzo 1982 (The William Congdon Foundation)

In questa settimana ricca di annunci sugli utili societari del primo trimestre e di interventi pubblici di membri del Board della Fed, avremo maggiori informazioni sulle condizioni dell'economia e migliore visibilità sulla determinazione dei banchieri centrali americani a riprendere il controllo delle aspettative di inflazione.

L'economia globale è alle prese con le due grandi minacce della guerra in Ucraina e della coda lunga della pandemia, gli equilibri globali futuri saranno molto diversi e le conseguenze ancora difficili da stimare ma, quasi certamente, verranno ridisegnati gli approvvigionamenti energetici e le catene del valore. Le conseguenze possibili (previsioni probabilistiche, non deterministiche!) saranno il rallentamento della crescita e inflazione. Il calo della fiducia di famiglie e imprese andrà di conserva con deboli performance dei mercati finanziari e volatilità superiore alla media.

After a strong 2021, financial market indicators have weakened

Index of the historical strength of a range of financial indicators



Source: Brookings Institution  
© FT

Dopo un forte 2021, indeboliti gli indicatori dei mercati finanziari. Fonte: Brookings Institution, Financial Times

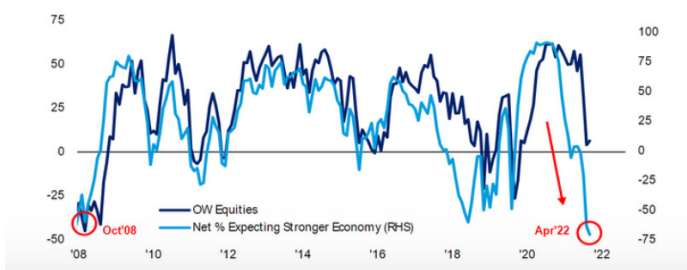
Dall'altra parte del mondo, la strategia della tolleranza zero al Covid-19 e le misure durissime di contenimento adottate dal governo cinese compromettono la performance economica della Cina. La crescita nel primo trimestre, +4,8%, è stata superiore alle attese di +4,4% ma il dato incorpora soprattutto la crescita di gennaio e febbraio. Le limitazioni al movimento delle persone hanno pesato sulle vendite al dettaglio, in calo di oltre il tre per cento rispetto al marzo 2021, il duro lockdown a Shanghai danneggia la strategia della "doppia circolazione": pesa sui consumi, motore della circolazione interna, e sulle catene di fornitura e spedizione. Il debito privato, i guai irrisolti del sistema immobiliare e la politica monetaria lasca (la banca centrale ha ulteriormente ridotto i coefficienti delle riserve obbligatorie) aumentano i rischi della stabilità finanziaria nel più lungo termine.

In Europa, il registro comunicativo di Lagarde la settimana scorsa è stato rassicurante, i mercati temevano che la riunione del Comitato Direttivo della Banca Centrale Europea potesse terminare con un inasprimento del linguaggio ma non ci sono state sorprese, gli acquisti netti di titoli termineranno nel terzo trimestre e i tassi, dicono i banchieri centrali, verranno aumentati un indefinito tempo successivo.

La BCE è alle prese con la sfida più difficile dal 2012, lo shock energetico della guerra pone un'alternativa del diavolo: da una parte l'alta inflazione, dovuta quasi esclusivamente ai prezzi dell'energia, dall'altra il rischio di recessione, diminuisce la fiducia di consumatori e imprese e incombe il rischio di peggioramento nel caso di un eventuale embargo all'importazione del gas russo.

Nella divergenza tra contesto economico e comportamento dei mercati finanziari si gioca una irrisolta contraddizione.

Il sondaggio che Bank of America conduce ogni mese presso i fund manager mostra come l'umore sia plumbeo, il 70% degli intervistati prevede un peggioramento della crescita nei prossimi dodici mesi, il 64% che l'indice S&P 500 scenda sotto 4.000. L'umor grigio è corroborato dalla paura che i banchieri centrali portino via gli alcolici dalla festa troppo in fretta.



Il pessimismo degli operatori sulla crescita globale ai minimi storici. Fonte: Market-Watch, BofA Global Fund Manager Survey

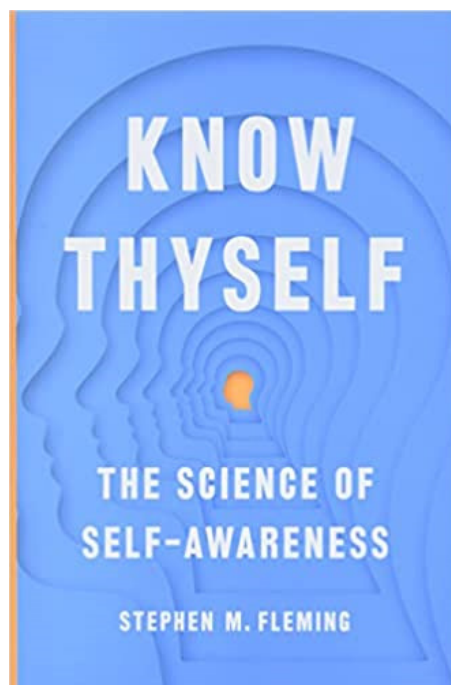
Un atteggiamento negativo che porta gli estensori del sondaggio a scrivere che “lo scollamento tra la crescita globale e l’allocazione azionaria rimane sconcertante”, il favore alle azioni non è scalfito e il Financial Times sintetizza che “gli investitori sanno che qualcosa non va, eppure vanno avanti lo stesso”.

In queste condizioni di scenario, la gestione del portafoglio diventa più arte che scienza, cresce la rilevanza di quello che la psicologia cognitiva descrive come “metacognizione”, una sorta di “secondo livello” di percezione in cui si esercita il dubbio, spiega il professor Paolo Legrenzi ne “I soldi in testa” di queste settimane.

L'amico Paolo cita lo psicologo inglese Stephen M. Fleming e il suo libro nel quale racconta un episodio poco noto della guerra fredda.

Nel settembre 1983, i sistemi radar di rilevamento precoce di attacco nucleare dell'Unione Sovietica segnarono l'arrivo di missili balistici americani. L'ufficiale in comando, il tenente colonnello Petrov, si trovò alle prese con la decisione più difficile della sua vita, aveva pochi minuti per decidere se comunicare l'attacco, innescando in tal modo i protocolli di reazione, o aspettare e verificare l'affidabilità del segnale. Il tempo era una variabile cruciale, Petrov decise di non fidarsi ciecamente delle informazioni fornite dai sistemi, tenne conto della possibilità di falsi segnali, poco probabili ma non impossibili, e delle relazioni internazionali che in quel momento rendevano inspiegabile un attacco.

Aveva ragione lui, si trattava di falsi segnali, il tenente colonnello Stanislav Egrafovic Petrov evitò la catastrofe nucleare facendo ricorso alla metacognizione, alla capacità di distanziarsi, di riflettere sulle informazioni e sui processi decisionali.



Stephen M. Fleming “Know Thyself: The Science of Self-awareness” Basic Book 2021

“Nella vita quotidiana siamo posti di fronte a problemi come quelli di Petrov” scrive il professor Legrenzi, “anche se le conseguenze delle decisioni sono meno gravi ... possiamo concepire il nostro procedere nel mondo come un susseguirsi di congetture che noi formuliamo mettendo insieme i quadri della realtà che ci giungono da tatto, olfatto, gusto, vista e udito. A un secondo livello decidiamo se fidarci oppure no di quelle congetture”.

La parte centrale del ragionamento del prof Legrenzi riguarda il secondo livello, l'ambito della metacognizione, della valutazione critica, delle seconde domande: “cosa e quanto so di questo argomento?”, “come ho risolto problemi analoghi in passato?”, “come fai a realizzare il rendimento che prometti?”.

Negli ultimi mesi il susseguirsi delle notizie, e del cambio delle aspettative, ha generato l'oscillazione delle preferenze settoriali: ai titoli "value", sulla prevalenza delle attese di alta inflazione, oppure ai titoli "growth" nei maggiori accenti sulla prudenza delle banche centrali. Condizioni cangianti che rendono difficile qualsiasi scelta direzionale, ma sappiamo con certezza che siamo in un ambiente di inflazione nel quale non basta più risparmiare, è necessario investire.

Le scelte dei portafogli multi-asset a bassa volatilità gestiti a Milano sono orientate alla massima diversificazione, viene mantenuta l'esposizione azionaria compensata con strategie non direzionali e con lo stretto controllo dei rischi.

Pur correndo il rischio di ripeterci, restiamo convinti che la direzione corretta sia questa, diversificare quanto più possibile, mantenere ampia flessibilità, preferire la selezione attiva condotta sulla qualità dei fondamentali. Quando è difficile gestire il timing, meglio concentrarsi sul tempo.



William Congdon (1912-1998), Primavera, 1981 (The William Congdon Foundation)

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.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.