

SETTANT'ANNI E NON SENTIRLI

Dal 1952, l'intuizione di Harry Markowitz resiste alla pazzia dei mercati, la diversificazione resta lo strumento più efficace per contrastare l'incertezza. Nel passaggio della metà d'anno sembra cambiare il regime dei mercati e quando gli esiti possibili sono molteplici, il vero "safe haven" non si trova in una singola classe di attivo ma nella diversificazione non ingenua di Markowitz.

Nei decenni a cavallo del XIX e del XX secolo, un popolare strumento di investimento in Gran Bretagna erano i Consols, obbligazioni pubbliche perpetue rimborsabili a discrezione del governo.

Erano i Treasury dell'epoca e Londra, capitale finanziaria del mondo, ospitava il mercato obbligazionario più ampio e più liquido.

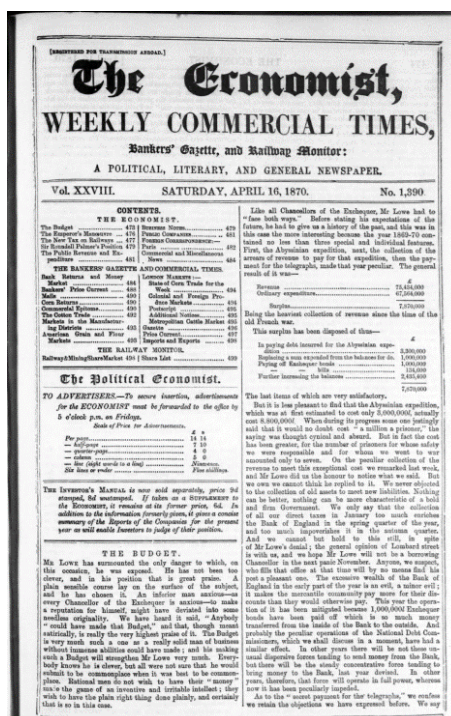
Eppure, nonostante il gradimento degli investitori, c'era chi metteva in guardia dal rischio di un eccesso di concentrazione in quelle popolari obbligazioni. Lo studio associato di consulenza finanziaria Chadwicks, Adamson, Collier & Co. di Manchester così scriveva nel 1870 in una delle periodiche comunicazioni ai clienti:

"Siamo ormai troppo consapevoli dei nostri interessi per riporre tutta la nostra fiducia nei soli 'Consols' ... le azioni ferroviarie, o anche le azioni estere, nel lungo periodo si sono rivelate più remunerative. Riteniamo che un'attenta selezione tra le numerose tipologie di titoli possa dare rendimenti molto remunerativi. Una corretta ripartizione dei rischi non solo garantisce il valore del capitale investito ma offre anche la prospettiva della sua stabile crescita nel tempo".

Al netto di un linguaggio assertivo che oggi verrebbe censurato da tutte le compliance dell'universo, quei consulenti avevano la vista lunga, consigliavano di distribuire i rischi tra titoli diversi (diversificazione) e raccomandavano ai loro clienti pazienza, il tempo è il grande alleato del risparmiatore.



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



L'Economist del 16 aprile 1870

Certo, la newsletter suggeriva una diversificazione ingenua, la ripartizione di uguali quantità di denaro in titoli diversi (in linguaggio moderno diremmo "equal-weighted strategy"), per la diversificazione "intelligente", realizzata cioè con rigore scientifico, si sarebbe dovuto aspettare il 1952.

Nel marzo di quell'anno il Journal of Finance pubblicò un articolo dal titolo anodino, "Portfolio Selection", quattordici pagine dense di formule scritte da un dottorando dell'Università di Chicago, Harry Markowitz, classe 1927, il pioniere della Moderna Teoria del Portafoglio che si è spento a San Diego lo scorso 22 giugno.

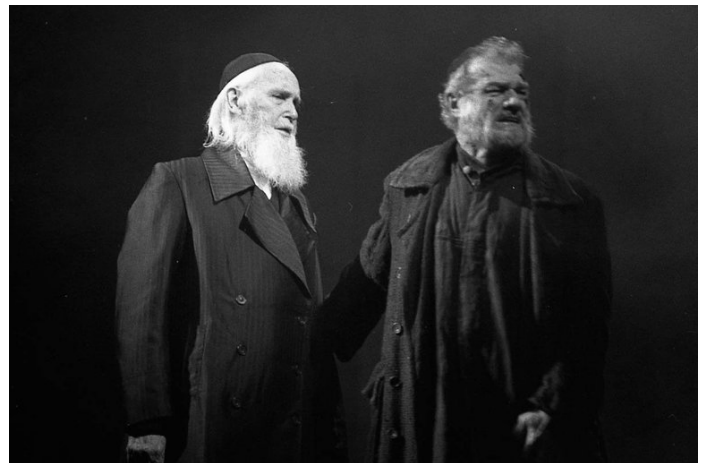
Markowitz non era un esperto di finanza, i suoi interessi erano la statistica e la modellizzazione matematica, ad esempio come minimizzare i costi a parità di produzione oppure come massimizzare la produzione tenendo fermi i costi. Un giorno, nella sala d'attesa del suo supervisore Jacob Marschak, Markowitz si trovò a parlare del suo lavoro con un broker azionario, fu lui a suggerirgli l'idea di applicare quei modelli alla finanza, ad esempio sostituendo la produzione con il rendimento e mettendo il rischio al posto dei costi: i termini del problema sarebbero divenuti la massimizzazione del rendimento a parità di rischio o, al contrario, la minimizzazione del rischio tenendo fermo il rendimento atteso. "Fu il miglior consiglio mai avuto da un broker" racconterà in seguito Markowitz.

La sua tesi dimostrava, con il supporto di una robusta strumentazione matematica, i vantaggi della diversificazione degli investimenti, da lì a qualche anno avrebbe rovesciato il modo in cui pensiamo ai mercati finanziari e alla selezione dei portafogli, l'articolo sarebbe entrato nella storia della letteratura finanziaria e avrebbe portato Markowitz al premio Nobel nel 1990.

Il concetto di diversificazione è antichissimo, lo si ritrova anche nelle prescrizioni talmudiche, ma l'articolo del marzo 1952 fece un enorme passo avanti indicando con precisione quali e quante uova riporre in quali panieri, segnò il passaggio tra due epoche, quella "ante Markowitz", quando il rischio era solo un concetto (le azioni sono più rischiose delle obbligazioni) e "dopo Markowitz", quando il rischio da concetto divenne un numero, dunque misurabile e, se misurabile, gestibile. Non lo si può estromettere, come in molti hanno creduto dal 2000 fino al doloroso risveglio nel 2007, ma lo si può governare.

Al cuore della moderna teoria del portafoglio c'è la relazione tra il rischio e il rendimento, oggi sembra scontato ma non era così allora, quando la nozione di rischio era collegata in modo piuttosto rudimentale al denaro che si poteva guadagnare o perdere, "rimasi colpito dal fatto che si sarebbe dovuto prestare altrettanta importanza al rischio e non solo al rendimento atteso" ricorda Markowitz.

Il giovane dottorando fu il primo a dimostrare che il rischio complessivo di un portafoglio non dipende dalla rischiosità dei singoli titoli ma dalla loro relazione o, meglio, dalla loro correlazione, cioè dal movimento relativo di un titolo in funzione del movimento di un altro titolo.



Il concetto di diversificazione è antichissimo, il Talmud prescriveva di tenere un terzo in beni immobili, un terzo in merci (capitale circolante) e il restante terzo in attività liquide. Ne "Il Mercante di Venezia" Shakespeare fa dire ad Antonio: "No, no, credetemi: riguardo a questo posso ben ringraziare la mia sorte: le mie merci non son tutte stivate nel ventre d'una sola ragusina, né tutte destinate ad un sol luogo, né dipende l'intera mia sostanza dalla buona fortuna di quest'anno". Fonte: Shakespeare.org, Royal Shakespeare Company 1997.

Settant'anni e non sentirli: dal 1952 in avanti la Moderna Teoria del Portafoglio è stata arricchita e irrobustita, le sue debolezze sono state al centro di critiche autorevoli, quelle del matematico Benoit Mandelbrot e del suo epigono Nassim Taleb ad esempio. Al centro delle loro osservazioni critiche l'assunto della distribuzione normale dei rendimenti. Hanno ragione, nella realtà i rendimenti non sono normalmente distribuiti, ma va anche ricordato che la distribuzione normale è utilizzata solo perché facilmente trattabile in termini matematici, la sua relazione con la realtà è paragonabile a quella della mappa con il territorio che rappresenta. Nel corso del tempo il Capital Asset Price Model è stato via via integrato e corretto ma resta incontestabile il principio che un portafoglio sapientemente diversificato abbassa il rischio complessivo degli investimenti.

"La diversificazione presenta vantaggi a tutti i livelli di costruzione del portafoglio" scrive l'Economist nell'articolo dedicato alla scomparsa di Markowitz e segnalato dall'amico Paolo Legrenzi "all'interno delle azioni, investire in molte aziende è meglio che detenerne poche; tra le attività, detenere azioni, obbligazioni, immobili, materie prime e così via è meglio che detenere una o due attività. E detenere questi asset in molti Paesi è preferibile rispetto a uno solo".

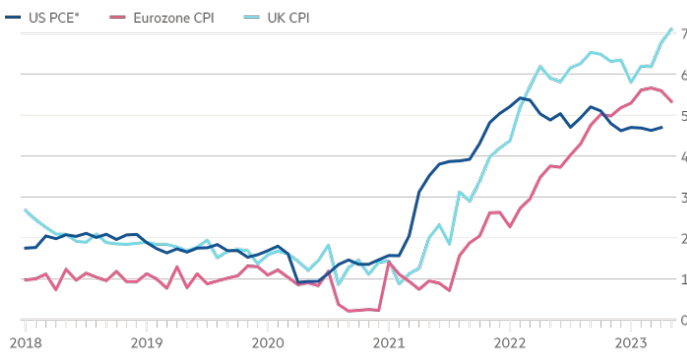
Pochi mettono in dubbio i vantaggi della diversificazione, tra questi Warren Buffett che la definisce "alibi dell'ignorante", ma lo strepitoso successo dell'Oracolo di Omaha non è facilmente replicabile, il suo metodo non è alla portata di tutte le tasche (vedi L'Alpha e il Beta del 10 maggio 2021).

Ricordare l'enorme lascito intellettuale di Markowitz aiuta ad affrontare la seconda metà dell'anno che si apre su un'ampia divergenza di opinioni. Alla tradizionale diade di opposti, quella di compratori convinti che i prezzi aumenteranno e di venditori che la pensano all'opposto, si aggiungono le opinioni divergenti degli analisti e dei commentatori.

A Sintra, la versione europea di Jackson Hole, il mantra ripetuto dai banchieri centrali è stato “i tassi continueranno a salire” almeno fino a quando si vedrà l’inversione nei movimenti di rialzo dei prezzi. I banchieri centrali non aspetteranno naturalmente il traguardo dell’inflazione al 2%, che non sarà alle viste per ancora un po’ di tempo, ma vorranno vedere il rallentamento e la discesa dell’inflazione “core”. I prezzi dei futures scontano la probabilità del 79% di un rialzo dei tassi a luglio da parte della Fed, leggermente sopra il 74% di prima che Powell parlasse. In gioco c’è la credibilità delle banche centrali, ammaccata dalla risposta tardiva all’inflazione e da errori nella comunicazione.

Core inflation remains worryingly high for central bankers

Core inflation measures, excluding food and energy (%)



*Personal consumption expenditure deflator
Source: Refinitiv
© FT

L’inflazione “core” è fonte di preoccupazione dei banchieri centrali. Fonte: Financial Times, Refinitiv.

Il consenso diffuso è che Fed, BCE e Banca d’Inghilterra aumentino i tassi ancora un paio di volte nei prossimi mesi, la tenuta del mercato del lavoro e dei salari sembra spostare ancora in avanti il rallentamento dell’attività economica, ma c’è chi dice apertamente che è ora di dichiarare superato l’allarme recessione, se ne parlerà nel 2026, nel frattempo la festa dei listini può continuare.

È un’ipotesi ardita che poggia sul fatto che, a dispetto dei timori della recessione, negli Stati Uniti continuano a essere in buona salute il mercato del lavoro e i consumi. Ma lavoro e consumi sono dati “ex-post”, un rialzo dei tassi violento come quello del 2022 non può non avere effetti sul sistema economico e intanto l’erogazione del credito, affidabile indicatore “leading”, rallenta (vedi L’Alpha e il Beta del 29 maggio 2023).

Rallenta anche l’economia cinese, l’attività manifatturiera mostra segni di debolezza. Dopo il 49,2 di aprile e il 48,8 di maggio, il valore del PMI di giugno è stato di 49,0, terzo mese consecutivo nell’area della contrazione, sotto la soglia di 50. Anche le esportazioni a maggio sono diminuite del 7,5% anno su anno.

Potrebbe dare qualche sorpresa anche l’inflazione, abbiamo già fatto dolorosa esperienza della fragilità delle previsioni dei suoi movimenti: è apparsa nel 2021 in circostanze straordinarie, “l’effetto molla” della domanda alla fine della pandemia, ed è stata amplificata dallo shock energetico del 2022. Una volta assorbito l’effetto base nelle misurazioni con lo scorso anno, potrebbe mostrare un ritracciamento più veloce di quello che si prevede oggi.

In uno scenario dove gli esiti possibili sono molteplici e tra loro molto diversi, il vero “safe haven” non è in una classe di attivo ma nel portafoglio bilanciato, nella diversificazione non ingenua di Markowitz. Il passaggio della metà anno, dopo un semestre di performance positive guidate dalla tecnologia e con l’indice Nasdaq in gran spolvero, vede l’economia globale e i mercati alle prese con il superamento di un nuovo promontorio, la manovra non è ancora completa, non si vede cosa si nasconde dietro la sporgenza della costa.

Year	First-Half Return
2023	31%
2019	25%
1995	24%
1983	22%
1999	22%
2008	-14%
1984	-14%
2002	-26%
2022	-30%
1974	-40%

Rendimenti del Nasdaq nelle prime metà anno. Fonte: Forbes, 28 giugno 2023.

Le valutazioni sul listino americano sono care, il rapporto prezzo/utili dello S&P 500 è 20x, quello del Nasdaq 100 è 28x fortemente concentrato nelle Big Five (o Big Seven ormai, con Nvidia e Tesla).

Se nel lungo termine le prospettive del settore tecnologico rimangono intatte (in GAM lo diciamo e lo scriviamo da tempo), nel breve termine potremmo assistere a rotazioni settoriali causate dalle forti differenze di valutazione e le azioni potrebbero perdere valore relativo a favore delle obbligazioni che, grazie al ritrovato rendimento, restituiscono valore ed efficacia alle strategie multi-asset e capaci di flessibilità, con approcci pragmatici e non dogmatici.

Ricordiamo anche di prestare attenzione all’insidia della diversificazione ingenua, è una delle raccomandazioni di Harry Markowitz agli investitori “fai da te”: “una adeguata diversificazione tra rischi non correlati può ridurre il rischio del portafoglio ma gli esperti sanno che ciò non è vero in un portafoglio di rischi correlati”.

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.