

L'ALPHA E IL BETA

27 novembre 2017

Portafogli vittoriani

Anche i portafogli di fine Ottocento conoscevano il valore della diversificazione, sia pure in forma rudimentale. Diversificazione e orizzonte temporale restano gli antidoti più efficaci per contrastare le fasi avverse dei mercati

Il 15 settembre 2015 è il giorno in cui Elisabetta II della Casa reale dei Windsor è entrata nella storia del Regno Unito battendo il primato di 63 anni di regno della Regina Vittoria.

Ma difficilmente la regina Elisabetta darà il proprio nome ai decenni del suo regno come invece ha fatto Vittoria, il cui nome segna in modo definitivo la seconda metà del secolo XIX della storia britannica, l'era Vittoriana.

Nel regno di Vittoria, dal 1837 al 1901, la Gran Bretagna si trasformò radicalmente: furono gli anni dell'industrializzazione, della modernizzazione di servizi come la posta pubblica, dell'istruzione obbligatoria per i ragazzi fino a dieci anni, della costruzione a Londra di nuovi quartieri e palazzi come la Royal Albert Hall o il Museo di Storia Naturale. Furono gli anni del telefono e del grammofo, si stabilirono le regole ufficiali del gioco del calcio e vennero fondati i primi "Football Club".



1894, una donna pronta per la spiaggia. Fonte London Stereoscopic Company/Getty Images.

Ma l'età vittoriana coincide anche con le rigide regole del pubblico pudore. Ai bambini non era permesso schiamazzare e trascorrere troppo tempo con i genitori era considerato sconveniente. Agli uomini non era consentito chiamare una donna per nome proprio, a meno che non fosse la fidanzata o la moglie, le donne non dovevano mostrare le caviglie. Celebri le gambe del tavolo coperte, o l'assenza nei menu dei ristoranti della coscia e del petto di pollo, il linguaggio figurato avrebbe potuto evocare pensieri disdicevoli!

Nei decenni vittoriani si verificarono cambiamenti anche nelle pratiche bancarie. In assenza di un sistema nazionale di compensazione degli assegni, alcune banche si assunsero l'onere di gestire e velocizzare i trasferimenti interbancari di somme di denaro. L'industrializzazione accelerò il perfezionamento delle tecniche del credito, l'accumulazione del risparmio rese necessarie figure professionali come i consulenti finanziari. Nuove norme sulle società a responsabilità limitata e per azioni ampliarono le tipologie di titoli a disposizione degli investitori.

Due ricercatori inglesi si sono presi la briga di esaminare i rendiconti dei conti e dei dossier titoli dei loro bisnonni e hanno scoperto che i consulenti finanziari di fine Ottocento raccomandavano ai loro clienti la diversificazione, una buona pratica dunque già nota ancor prima dell'introduzione della Moderna Teoria del Portafoglio.

I risparmiatori vittoriani erano avversi al rischio, né più né meno come i risparmiatori di oggi e di sempre, i loro consulenti raccomandavano la distribuzione dei rischi tra titoli diversi, anche fuori dai confini del Regno, la stabilità dei cambi assicurata dal "gold standard" comportava un contenuto rischio valutario.

Lo studio associato di consulenti Chadwicks, Adamson, Collier & Co. di Manchester inviava mensilmente ai propri clienti una newsletter settimanale, in una di queste leggiamo la critica alla diffusa preferenza dei risparmiatori inglesi per le sole obbligazioni della Corona:

“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 non supererebbe il severo vaglio delle compliance interne o delle autorità di controllo, i consulenti che redigevano questa newsletter nel 1870 consigliavano diversificazione, selettività, orizzonte temporale.

Certo, si trattava di una diversificazione “ingenua”, la ripartizione di uguali quantità di denaro in titoli diversi (in linguaggio moderno diremmo “equal-weighted strategy”) non era altro che l’interpretazione letterale della regola delle uova in più panieri, mirabilmente già descritta da Shakespeare. Così recita Antonio nel Mercante di Venezia:

“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”.



Giorgio Albertazzi interpreta Shylock ne Il Mercante di Venezia di Shakespeare

Sarebbe esercizio fatuo elencare le differenze con l’età vittoriana e le sfide che devono affrontare i tris-nipoti di quegli investitori, che vivono nell’era dei molti “post”:

- Il regime dei cambi flessibili “post-Bretton Woods”, introdotto dagli Stati Uniti nel 1971, rende i mercati più vulnerabili alle crisi finanziarie;
- l’interventismo delle banche centrali nel “post-Lehman” e la creazione di un’imponente liquidità hanno alterato i mercati e adulterato la percezione del rischio;
- il “post Lehman” ha costretto autorità di controllo, operatori professionali, investitori istituzionali e risparmiatori a far fronte agli inediti scenari di tassi ultra bassi e rendimenti negativi;
- il tempo “post-digital” coincide con l’avvento delle gestioni sistematiche e dei sistemi digitali di “robo for advisory”, le prime aiutano la diversificazione, i secondi aiuteranno a ottimizzare i servizi di consulenza.

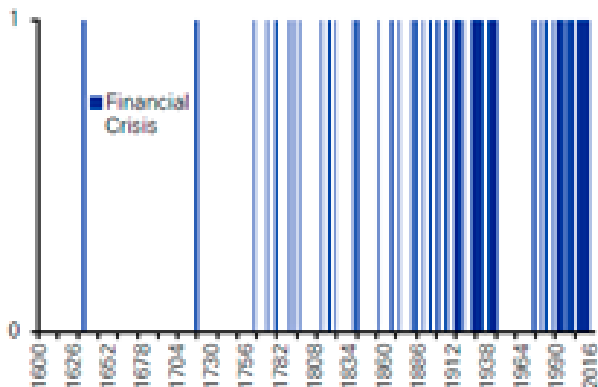
Poche sere fa, in una tavola rotonda dedicata agli scenari di mercato, il moderatore professor Marco Oriani mi ha rivolto una domanda su cosa fare della liquidità: entrare nei mercati a questi livelli, tenerla sul conto in attesa di momenti di ingresso più favorevoli, o anche crearla, prendendo beneficio parziale?

La domanda è probabilmente la madre di tutte le domande perché il gestore, il consulente, il risparmiatore hanno in comune la medesima necessità di tempo e non sappiamo cosa riservi il tempo futuro.

Il gestore ha bisogno di tempo affinché la sua strategia generi i risultati attesi, il consulente ha bisogno di tempo per conquistare la fiducia di un nuovo cliente. Anche il risparmiatore ha bisogno di tempo, e di risultati sia pur di poco positivi, per acquisire fiducia nella diversificazione e nella gestione attiva del patrimonio.

Al professor Oriani ho risposto con due considerazioni.

La borsa americana è nel secondo più lungo ciclo positivo della sua storia, su livelli decisamente più cari rispetto alle borse europee o emergenti, ma è altrettanto vero che i mercati possono restare irrazionali “più a lungo di quanto si possa restare solventi”, come ricordava Keynes. Il primo aspetto da tenere presente riguarda dunque le caratteristiche personali dell’investitore, il livello della sua ansia o, più tecnicamente, la sua tolleranza al rischio e i suoi obiettivi, il suo orizzonte temporale. Quanto più questo è lungo, tanto più verranno assorbite le correzioni.



La frequenza delle crisi finanziarie tende ad aumentare. Fonte Deutsche Bank, Global Financial Data, Sept. 2017.

Il Financial Times ha stilato una classifica delle correzioni dei mercati profilando tre diversi gradi di intensità.

La correzione “ciclica” è innescata da fatti particolari come un aumento inatteso dei tassi o timori di un calo della crescita economica e dei profitti aziendali. Correzioni di questo tipo possono essere frequenti ma “tendono a essere intense e brevi”.

Uno shock straordinario, ad esempio il brusco innalzamento delle tensioni geo-politiche, può dare origine a correzioni “event-driven”, mentre quelle “strutturali” sono l’esito di gravi disequilibri o esplosione di bolle speculative. Queste ultime possono esprimersi con marcate correzioni degli indici e richiedere anche un decennio per essere riassorbite.

A dispetto dei molti focolai di incertezza politica, non si scorgono segnali forti che suggeriscano modifiche all’asset allocation e alla preferenza relativa alle azioni.

La seconda considerazione che ho proposto è che se stare investiti è rischioso, lo è altrettanto il tentativo di anticipare il picco di mercato.

Situazioni inedite danno origine a reazioni incerte e, spesso, eccessive e irrazionali. Stare liquidi è costoso, meglio lasciar perdere le previsioni sul punto di inversione prossimo venturo e non cedere alla tentazione del timing e della speculazione, che il più delle volte rischia di trasformare una piccola somma in una fortuna.

Rimanere fedeli a un metodo, non alterarne le regole sulla spinta di emozioni significa invece occuparsi di investimenti, l’attività che “impedisce a una fortuna di trasformarsi in una piccola somma”, come diceva Fred Schwed Jr.

Anche nei mercati finanziari non esistono pasti gratis, modi veloci per arricchirsi. A differenza dei nostri trisnonni che diversificavano in modo ingenuo, noi abbiamo la possibilità di diversificare con la scaltrezza delle decorrelazioni.

Anticipare i picchi di mercato è giocare con la sorte, verificare periodicamente l’adeguatezza dell’allocazione tra le classi di attivo con gli obiettivi di lungo termine è saggezza. Almeno in questo nulla è cambiato dai tempi della regina Vittoria.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

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.