

STORIA DI UN EQUIVOCO

Un equivoco durato anni ha amplificato l'importanza dell'asset allocation strategica nei portafogli di investimento trascurando il contributo della gestione attiva. Sono però i gestori attivi i meglio attrezzati alla navigazione nelle acque turbolente del post-Covid 19

“Nel desiderio di scambiarsi cure e aiuti, i rapporti reciproci si intensificavano, e la gente moriva...”.

Parole simili a molte che si leggono in questi giorni ma scritte nel V secolo prima dell'era cristiana. Tucidide, nella cronaca delle guerre nel Peloponneso, racconta con toni vividi e drammatici la peste che flagellò Atene. “L'epidemia ha sconvolto in nostri calcoli ... ai sacrifici imposti dal valore divino bisogna opporre una rassegnata pazienza”. Se si guarda al grande respiro della storia, scopriamo che tutto sommato non viviamo tempi eccezionali, ogni epoca ha le sue avversità e disgrazie e noi patiamo quelle del nostro tempo. La Storia è maestra di vita, ci ripetevano alle elementari, da grandi abbiamo imparato che spesso le curve della storia si chiamano equivoci.

Uno scontro di fuoco amico tra una pattuglia di Ussari e la fanteria austriaca, nel 1788, fece pensare ai due gruppi di essersi imbattuti nelle truppe ottomane, segnarono la presenza di un nemico inesistente e gli austriaci decisero di ripiegare. Pochi giorni dopo gli Ottomani occuparono senza difficoltà la città di Karansebes, in Romania.

Due errori di traduzione furono la causa del bombardamento dell'Abbazia di Montecassino e dell'ancora più tragica distruzione di Hiroshima, e solo per un equivoco la notte del 9 novembre 1989 i cittadini di Berlino Est poterono attraversare finalmente il Muro, tragico simbolo di cinquant'anni di guerra fredda.



Gunther Schabowski (1929-2015) non aveva partecipato alla riunione del governo della Repubblica Democratica, sollecitato da due giornalisti (uno italiano, dell'agenzia Ansa) interpretò liberamente le nuove disposizioni sugli spostamenti e disse che la loro validità era “ab sofort”, immediata

Nel 1998 milioni di dollari dei contribuenti americani si schiantarono letteralmente su Marte. I due laboratori che avevano l'incarico di costruire il satellite orbitale e quello che avrebbe dovuto scendere sulla superficie di Marte avevano usato due sistemi di misura diversi, uno il metrico decimale, l'altro il sistema imperiale britannico. Se ne accorsero troppo tardi, l'incompatibilità dei calcoli aveva fatto schiantare il modulo sulla superficie del pianeta.

C'è un grande equivoco anche nel piccolissimo della storia del risparmio gestito. Un equivoco durato anni che ha amplificato l'importanza dell'asset allocation strategica nei portafogli di investimento.



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

L'asset allocation è la diversificazione tra azioni, obbligazioni, liquidità e, all'interno di queste macro classi, la diversificazione tra aree geografiche, settori e i più diversi strumenti di investimento. L'idea della diversificazione è che classi di attivo tra loro diverse reagiscano diversamente alle notizie economiche e offrano dunque rendimenti differenti, la composizione delle asset class, in gergo "asset allocation", consente di ottimizzare il profilo di rischio di un portafoglio.

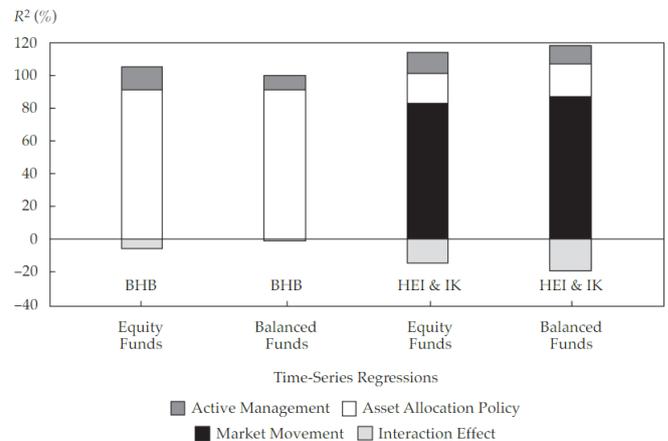
Nel 1986 Gary P. Brinson, Randolph Hood e Gilbert L. Beebower dimostrarono che fosse soprattutto tale ripartizione, e non la selezione dei titoli o il market timing, a decidere il rendimento dei portafogli. I tre avevano preso in esame dieci anni di rendimenti trimestrali di 91 fondi pensione americani e le avevano messe a confronto con un portafoglio ideale fatto con asset allocation analoghe ma con strumenti indicizzati. L'articolo "Determinants of Portfolio Performance", pubblicato sul Financial Analyst Journal, dimostrava che all'asset allocation fosse da ricondurre oltre il 93% della variabilità delle performance di un portafoglio, lasciando il poco che restava alla selezione dei titoli e al market timing. Un aggiornamento dell'analisi con nuovi dati, condotto cinque anni dopo, diminuiva leggermente la percentuale del contributo dell'asset allocation, da 93,6% a 91,5%, ma l'intuizione del 1986 era sostanzialmente confermata.

All'epoca la parola non esisteva ma oggi diremmo che quegli articoli diventarono in breve tempo virali in tutta l'industria. Il rendimento di un portafoglio può essere scomposto in tre principali componenti: il rendimento del mercato, quello in eccesso offerto dall'asset allocation "statica", il rendimento apportato dalla gestione attiva. Lo studio di BHB esaltava il contributo dell'asset allocation a scapito della gestione attiva, peccato però che fosse troppo bello per essere vero. L'analisi spiegava la variabilità dei rendimenti, non i rendimenti dei portafogli e, naturalmente, gli investitori sono più interessati ai secondi che alla prima, più attenti ai rendimenti attesi nell'orizzonte di tempo considerato nella pianificazione che alla loro volatilità.

La popolarità dell'articolo di BHB è dunque dovuta a un equivoco, a una rappresentazione sbagliata, la psicologia cognitiva ci avverte che si crede facilmente a ciò a cui si vuole credere.

Uno degli autori degli articoli, Randolph Hood, dovette in seguito specificare che "non c'è nulla nell'analisi originale che suggerisca in alcun modo che l'asset management attivo non abbia un ruolo importante, non era questo ciò che volevamo dimostrare con il nostro articolo". Nei fatti, quell'articolo è stato mal compreso e peggio divulgato.

Un po' di chiarezza venne fatta nel 1997 da William W. Jahnke e nel 2000 da Roger Ibbotson e Paul Kaplan. Ibbotson e Kaplan presero in esame le performance mensili di 94 fondi di investimento in un periodo di dieci anni. Le loro conclusioni non sono diverse da quelle di Brinson Hood e Beebower per quanto riguarda la variabilità dei rendimenti ma le differenze di rendimento vero e proprio tra i fondi sono spiegate dall'asset allocation statica per meno della metà.



Scomposizione delle variazioni dei rendimenti delle serie maggio 1999 – aprile 2009. Fonte J.X. Xiong, CFA, R.G. Ibbotson, T.M. Idzorek, CFA, P.Chen, CFA "The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management, Financial Analysts Journal 2010.

Le condizioni di scenario dello scorso decennio hanno favorito l'equivoco e tenuto le strategie passive sugli scudi, nell'estate 2019 negli Stati Uniti gli asset attribuiti alle strategie passive hanno superato quelli delle attive. Oggi la pandemia si dimostra un acceleratore di fenomeni anche nei mercati finanziari e sono i gestori attivi, con i loro protocolli e le analisi fondamentali sulle società, i più attrezzati alla navigazione nelle acque del post Covid 19 (vedi L'Alpha e il Beta del 27.4.2020)

L'asset allocation statica resta importante, è la bussola che orienta la navigazione verso gli obiettivi di lungo termine, ma non è così decisiva come vorrebbe la versione semplificata e popolare degli articoli di BHB. Le variazioni dei rendimenti sono dovute ai movimenti del mercato, uguali per tutti; una volta isolato il beta, il resto è dominato dalla gestione attiva.

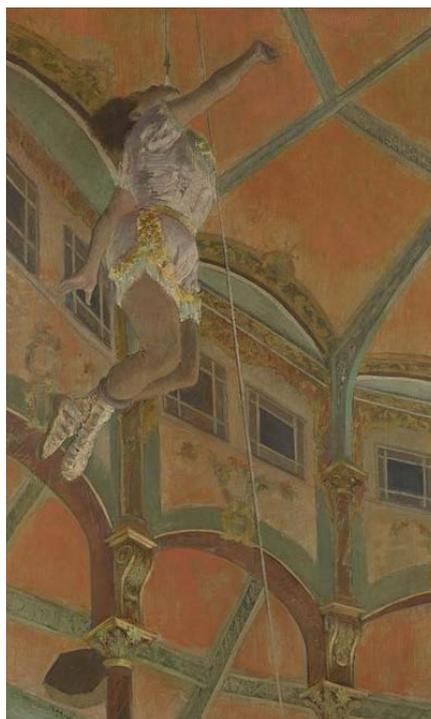
Le prospettive dei tassi del prossimo futuro rendono difficile coniugare le parole rendimento e liquidità o obbligazioni governative nella stessa frase, il rendimento va pagato con la moneta del rischio che, evidentemente, richiede consapevolezza e qualche attenzione.

La prima avvertenza è che le oscillazioni dei mercati non rappresentano un vero rischio per il risparmiatore, a meno che non decida di disinvestire. Se si riesce a mantenere il controllo delle emozioni, periodi di intensa volatilità sono l'occasione per fare il check up del portafoglio e dei veri obiettivi del risparmio. L'attenzione ai movimenti giornalieri dei prezzi è inevitabile, gli sbalzi delle borse sono notizie ghiotte, soprattutto quando sono verso il basso. E qui, ecco la seconda avvertenza, bisogna sforzarsi di separare le inquietudini di breve termine dalle considerazioni generali di più lungo termine, le apprensioni riportano in drammatica evidenza l'asimmetria tra il tempo degli investitori, catturato dalle notizie del presente, e il tempo degli investimenti, necessariamente lungo.

Aumenta il rischio percepito, la paura di “perdere” è un’emozione potente e non si supera con l’argomento razionale che la volatilità è cosa diversa dal rischio. Un’emozione si vince con altre emozioni, positive (vedi anche le recenti Lezioni del professor Paolo Legrenzi pubblicate sul sito GAM Italia). Qualche suggerimento per gestire il rischio percepito:

1. non concentriamoci troppo sulle performance dei mercati e guardiamo piuttosto ai risultati e alle caratteristiche dei singoli strumenti di investimento, se le ragioni iniziali dell’investimento siano ancora valide, in altre parole se c’è ancora coerenza con la pianificazione e gli obiettivi di lungo termine;
2. corollario del precedente è la fedeltà alla pianificazione: se non esiste questo è il momento di adottarne una, se invece esiste è l’occasione per verificarne la congruenza. Sono cambiati alcuni presupposti? Sono da mettere a punto nuovi obiettivi? Per risparmiatori concentrati sui flussi cedolari, ad esempio, la sospensione dei dividendi è una pessima notizia ma può innescare la ricerca di fonti di rendimento non tradizionali come nicchie nel reddito fisso, o forme di “private credit”. Coloro che si preoccupano di difendere la qualità della vita una volta cessata l’attività lavorativa, o pensano al passaggio del risparmio alle generazioni successive, potrebbero più facilmente di altri rivedere la loro tolleranza al rischio di breve termine;
3. essere flessibili; “quando cambiano i presupposti io cambio opinione, lei cosa fa?” è una delle tante frasi attribuite a Keynes e pronunciata in realtà da Paul Samuelson. La caratteristica della buona pianificazione finanziaria è la flessibilità ad adeguarsi ai cambiamenti che possono essere anche rapidi. Il genio è “fantasia, intuizione, colpo d’occhio e velocità di esecuzione” direbbe il poeta. L’asset allocation è importante ma il risultato dipende anche dagli aggiustamenti tattici. Portafogli e mandati con limiti di stile tendono a dare eccessiva rilevanza al confronto con gli indici delle rispettive classi di attivo, a detrimento dei risultati complessivi per l’investitore. Un approccio flessibile, e attivo, lascia al gestore la possibilità di sfruttare le opportunità che intravede nelle diverse asset class.

Le condizioni dei mercati nel post-virus, ma sarebbe più corretto dire nel nuovo tempo “con” il virus, esigono un salto mentale verso la consapevolezza che il rendimento è un po’ più costoso di qualche anno fa. Un salto che, per fortuna, come per i trapezisti del circo, è assistito da una rete di sicurezza sorretta da quattro robusti paletti.



Edgar Degas “Miss La La al Circo Fernando”, 1879. National Gallery, Londra. Fonte Wikipedia.

Il primo paletto è quello dell’asset allocation, della diversificazione e della gestione attiva, il secondo è la pianificazione finanziaria, il terzo è l’orizzonte temporale nel quale si estende la pianificazione. Il quarto paletto è costituito dall’esperto di fiducia, indispensabile aiuto per organizzare e piantare saldamente nel terreno gli altri tre.

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.