

CACCIA AL RENDIMENTO: SEMPLICE, NON SEMPLICISTICO

Alti prezzi dei bond e alte valutazioni azionarie rendono inefficienti i portafogli tradizionali, d'altro canto l'eccessiva semplificazione degli scenari complessi rischia di portare a scelte di investimento sbagliate

Nel 1951 il 13% della popolazione italiana era incapace di leggere e scrivere, il 59% della popolazione adulta era priva della licenza elementare.

Da allora l'analfabetismo è stato pressoché azzerato ma dopo settant'anni ed enormi passi avanti, come in un perverso gioco dell'oca stiamo tornando indietro di qualche casella. Il nuovo, allarmante fenomeno è l'analfabetismo funzionale, undici milioni di italiani, tra i 15 e i 64 anni e in possesso di un titolo di studio, non sono capaci di comprendere il senso di un testo, non sono in grado di capire un manuale di istruzioni.

Per molte persone non in grado di affrontare problemi complessi, la via più comoda è la scorciatoia della semplificazione, quella che riduce la complessità a schemi semplici e comprensibili.

La pigrizia del pensiero procede dunque per esclusioni, con un processo di selezione che scarta via via le componenti del problema fino a impoverirlo, a fargli perdere senso. Un modo di procedere che non ha il pregio della semplicità, è piuttosto la scarnificazione della complessità e ciò che resta del problema è un impoverimento che allontana la comprensione.

Nella GAM Academy di mercoledì scorso Cristina Pozzi e Debora Roscioni hanno spiegato come i cambiamenti siano più veloci della nostra capacità di adattamento, e quanto sia rischiosa l'incapacità di comprendere il senso del divenire della storia. "Non sappiamo dove guardare" diceva Cristina Pozzi "la realtà che viviamo è complessa, richiede studio, spirito critico, immaginazione". Per comprendere il presente che prepara il futuro, diceva in filigrana Cristina Pozzi, sono necessarie flessibilità e capacità di problem-solving, strumentazioni ben lontane dalla comoda scorciatoia della semplificazione.



GAM Academy, l'appuntamento online del mercoledì

Osserviamo qualcosa di analogo nei mercati, entrati nelle ultime settimane nell'oscillazione tra il conforto della liquidità fornita dalle banche centrali e le docce fredde dei timori che nuove chiusure delle attività fiacchino la ripresa. La semplificazione porta all'impovertimento della comprensione e la realtà, anche nei mercati, è sempre più complessa di come la immaginiamo.

Non si può farla troppo semplice o, per dirla meglio, troppo semplicistica come invece sembra fare la moltitudine del nuovo "esercito del trade", i nuovi protagonisti del mercato che, complessivamente, sono arrivati a rappresentare oltre il 20% dei volumi giornalieri sui listini americani.

Giovanotti che "non sanno cosa stanno facendo e ai quali neppure importa di non sapere cosa stanno facendo" scrive il notista finanziario del Wall Street Journal "per loro è insensato guardare i bilanci delle società o capire come si conduce una analisi dei flussi di cassa attualizzati, per loro la volatilità è semplicemente una buona occasione di divertimento".

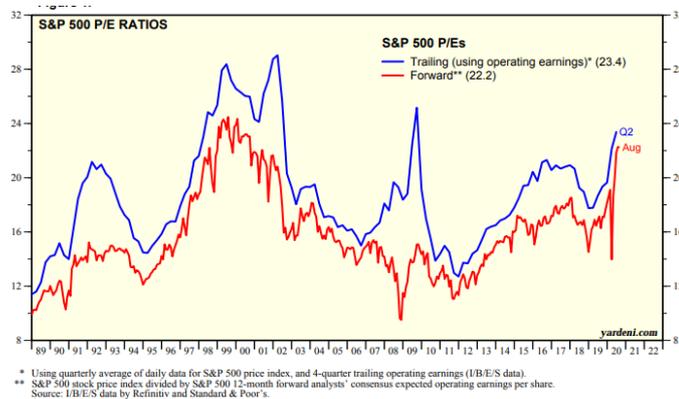


Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

La via larga e lastricata intrapresa da questi trader improvvisati magari non condurrà alla perdizione biblica ma, più prosaicamente e assai probabilmente, alla perdita di denaro. Perché ridurre la complessità dei mercati alla semplificazione degli scenari è pericoloso, gli schemi binari investimento/liquidità, azioni/obbligazioni, Wall Street/resto del mondo, tecnologia/altri settori sono suggestivi ma hanno sempre vita breve.

Tali schemi binari non resistono alla prova del tempo, l'unica che invece dovrebbe importare agli investitori alle prese con la complessità di alti prezzi delle obbligazioni e alte valutazioni azionarie.

Il P/E dell'indice S&P 500 è a 22, ben oltre la media di 16, il P/E delle sole blue chip dello stesso indice è a 20 con una media di 17 negli ultimi vent'anni, come scrive il Financial Times.



Trailing P/E dello S&P 500. Fonte Yardeni Research.

Dopo decenni di onorato servizio, lo abbiamo detto più volte in passato, la composizione tradizionale dei portafogli bilanciati ha perso la sua efficacia e l'investitore non può più permettersi il lusso di eccessive semplificazioni.

Nelle settimane scorse abbiamo ricordato la costante di Siegel, l'extra rendimento delle azioni che in un ampio arco temporale difende e accresce il capitale. L'ancoraggio dei rendimenti obbligazionari agli attuali livelli sposta il baricentro dei portafogli verso gli asset rischiosi.

Del resto, se aumenta la correlazione tra azioni e obbligazioni, aumenta anche il rischio complessivo dei portafogli.

Il Financial Times qualche giorno fa invitava i grandi investitori istituzionali a incrementare ulteriormente l'esposizione azionaria dei loro portafogli. A questi prezzi può sembrare contro-intuitivo ma per il quotidiano londinese i fondi pensione "non hanno altra scelta" se vogliono onorare i futuri impegni assunti con i loro iscritti.

Per quanto riguarda i singoli individui, la questione non è altrettanto semplice, le ansie e le apprensioni tendono ad accorciare gli orizzonti temporali dei risparmiatori individuali.

Non aiutano le semplificazioni binarie: le contrapposizioni tra le classi di attivo, liquidità contro investimento azionario ad esempio, o l'indice S&P 500 contro il resto del mondo, sono la rinuncia alla comprensione della complessità.

Se l'invito del quotidiano londinese ad aumentare l'esposizione alle azioni può essere facilmente recepito dai grandi fondi pensione che hanno (o dovrebbero avere) orizzonti temporali molto lunghi, un risparmiatore abituato alle obbligazioni e a moderate esposizioni azionarie può avere remore e resistenze comprensibili.

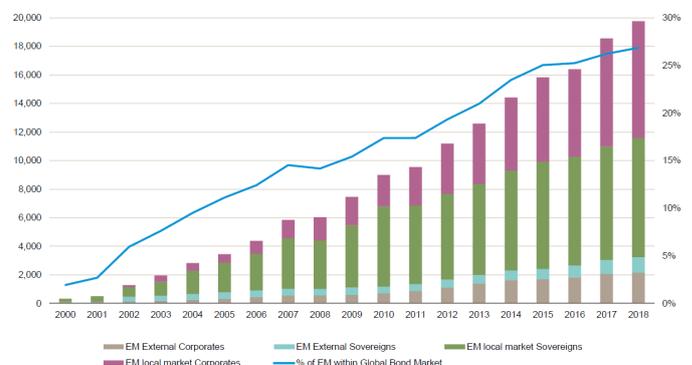
Si possono ottenere rendimento e decorrelazione anche senza dover necessariamente aumentare l'esposizione azionaria, con strumenti semplici ma non semplicistici.

La semplicità nei portafogli si declina con la diversificazione ragionata, con l'evitare la gara con gli indici nel breve termine e, più semplicemente appunto, pianificare la serenità familiare nel lungo termine.

Se la semplificazione indulge nel vacuo esercizio di interpretare l'erraticità dei listini di queste settimane, la semplicità guarda al post-Covid19, pensa a preparare il portafoglio alle crisi future, predispone l'allocazione delle classi di attivo alla prova del tempo.

Anche la semplicità procede per sottrazioni ma mentre nella semplificazione il risultato è perdita di senso, la semplicità produce perdita di peso, di gravitas, scrive Calvino nella prima delle Lezioni americane. La semplificazione ha un labile confine con la "vaghezza e l'abbandono al caso, la leggerezza si associa con la precisione e la determinazione" scrive Calvino.

Restando nell'ambito delle obbligazioni e per evitare l'aumento dell'esposizione azionaria, notiamo che a metà settembre le emissioni obbligazionarie dei paesi emergenti "investment grade" erano arrivate a quasi centoventi milioni di dollari, nel 2019 si erano fermate a centoquattordici. Un'attività vivace che è stata favorita dal ritorno dell'appetito degli investitori e dalla liquidità fornita dalla Federal Reserve.



Crescita del segmento delle obbligazioni asiatiche. Fonte: GAM, JP Morgan.

Ci sono almeno cinque semplici, buoni motivi per considerare le obbligazioni asiatiche come una efficiente classe di attivo con la quale diversificare il portafoglio obbligazionario:

1. la bassa correlazione con le altre obbligazioni emergenti e con quelle dei paesi avanzati; le economie asiatiche beneficiano dei bassi prezzi di energia e materie prime;
2. la rapida crescita dell'area, motore della crescita mondiale: il contributo al PIL globale delle economie asiatiche è stimato a oltre il 50% nel giro di un decennio;
3. Buoni fondamentali, solidi profili di liquidità;
4. Crescente sensibilità alle questioni ambientali;
5. Rendimenti più elevati a fronte di un profilo di minore volatilità.

I tassi d'interesse "lower for longer", ancora più bassi per ancora più tempo, favoriscono la ripresa degli spread nel credito di lungo termine.

Per quanto riguarda i rischi, essi non sono diversi da quelli che riguardano un po' tutte le altre class di attivo: l'evoluzione della pandemia e l'eventualità di nuovi lockdown, le elezioni americane di novembre con le incognite di un risultato conteso (vedi L'Alpha e il Beta del 7 settembre 2020), il ritorno dell'inflazione, sia pure più avanti nel tempo.

Anche nel reddito fisso vale naturalmente la regola di compensare i rischi delle strategie direzionali con strategie alternative, a ritorno assoluto, Long/Short, High Conviction, private debt.

Credere che le azioni continueranno a performare perché fin qui hanno fatto bene è semplicistico, preparare i portafogli alle crisi future è, in definitiva, "semplice se si sa come fare", come scrivono anche Debora Rosciani e Mauro Meazza.



D. Rosciani, M. Meazza "Risparmiare è facile"
Edizioni Il Sole 24 Ore, 2019

Per tenere a bada la fallacia delle "prime impressioni" e le insidie della eccessiva semplificazione, l'amico Paolo Legrenzi sul Sole 24 Ore di qualche settimana fa ha suggerito l'esercizio del "rispetto e sospetto": rispetto per i fatti, per la concretezza dei dati, sospetto "sull'affidabilità delle esperienze personali e immediate".

Una regola buona per la vita, per le relazioni personali e financo per la gestione del risparmio.

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.