

I CINQUE PILASTRI DEL PORTAFOGLIO

Nel tempo dell'incertezza radicale, le strategie di investimento possono fare affidamento su cinque solidi pilastri, dinamiche di lungo periodo che determineranno i winner e i loser in settori e aziende

Strategia è forse una delle parole più duttili del vocabolario.

Il termine occupa un posto eminente nella lingua contemporanea, la ricerca in rete della parola restituisce quasi cinquanta milioni di risultati, l'inglese "strategy" ne sputa fuori oltre un miliardo. Il termine deriva direttamente dal greco, riferito alla condotta in guerra del condottiero, dello "strategòs". Una felice "estensione semantica" ha portato il termine ad abbandonare l'ambito militare e approdare pressoché ovunque, si parla di strategie aziendali e di marketing, di gioco e di posizionamento commerciale, ci sono strategie per l'immagine e per la presenza sui social media.



"Studi di strategia. Guerra, politica, economia, semiotica, psicoanalisi, matematica", di AA. VV. a cura di L. Bozzo, Egea 2012

E ci sono, ovviamente, strategie per i portafogli di investimento, corredate delle opportune tecniche di gestione. Fa parte dell'expertise di un bravo consulente finanziario conoscere le strategie per costruire efficienti asset allocation: alle prese con un portafoglio nuovo, una volta compiuta la verifica della tolleranza al rischio dell'investitore, il professionista esperto determina le aspettative di rischio

rendimento delle varie classi di attivo nei diversi orizzonti temporali, ne determina quindi la composizione diversificando il portafoglio nello spazio e nel tempo.

Non manca sovrabbondanza di studi sulle migliori tecniche di ottimizzazione dei portafogli, ma tutte hanno in comune un principio fondamentale, i rendimenti devono essere attesi in un orizzonte temporale congruo perché sono determinati dai fondamentali delle società e delle economie che si esprimono nel lungo periodo.

Accade però con una certa regolarità che le mutevolezze del mercato, che nei brevi intervalli di tempo segue umori che lo allontanano anche di molto dai fondamentali, scompiglino la solidità dell'architettura strategica del portafoglio.

Lontanissime da qualsiasi idea di strategia di lungo periodo, credo sia capitato a tutti i consulenti finanziari, sono le richieste del "titolo giusto", della "dritta" per guadagnare in fretta.

Il gioco e la sfida alla sorte sono pulsioni naturali vecchie quanto l'umanità, la scommessa in borsa antica quanto il mercato e Benjamin Graham, buon conoscitore dell'animo umano, parlava infatti di "mad money", una modesta frazione del risparmio sottratta alla allocazione strategica e destinata a soddisfare la voglia di tentare la sorte.

Graham riconosceva il bisogno della componente ludica anche negli investimenti ma, appunto, in modica quantità! Sembra invece che "Las Vegas abbia riaperto e non solo in Nevada" scrive il notaio finanziario del WSJ "Wall Street assomiglia a un casinò più di quanto non lo sembri normalmente".



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

Sun Tzu scrive che “la strategia è un paradosso” eppure, nonostante il fatto che la confusione della battaglia mandi sempre all'aria i piani migliori, nonostante la preferenza alla liquidità e la tentazione a giocare la fortuna in borsa, non si può fare a meno della strategia di portafoglio e dell'allocazione di lungo termine. Le dinamiche del mercato sono erratiche e non sempre immediatamente comprensibili ma, per dirla con le parole di Dwight Eisenhower “i progetti sono inutili, ma la pianificazione è indispensabile”.



Leonida, lo stratega della battaglia delle Termopili, nel quadro di Jacques Louis David (1814, Museo del Louvre).

David Swensen era a capo della gestione del patrimonio di Yale da meno di due anni quando capitò il crollo di Wall Street dell'ottobre 1987. Swensen non si perse d'animo, nonostante la perdita dell'indice di oltre il venti per cento incrementò l'esposizione azionaria.

Fu una mossa tattica, la strategia che aveva in mente, e che avrebbe realizzato negli anni successivi, prevedeva una modesta esposizione alle azioni americane a favore delle azioni globali. Lo scopo era mantenere alte le attese di rendimento diversificando però le fonti di rischio.

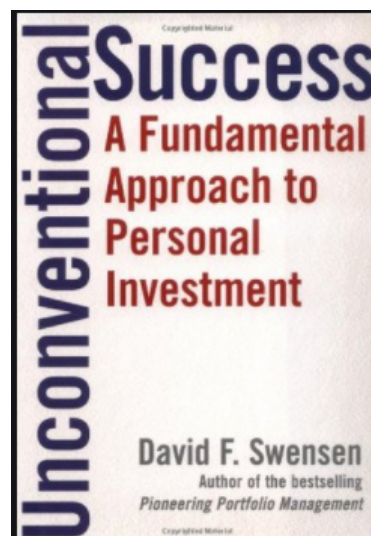
Quello che è oggi conosciamo come il “Modello Yale” prevede una bassa esposizione a classi di attivo a rendimento modesto, ad esempio le obbligazioni governative, a favore delle azioni internazionali, del private equity, delle strategie a ritorno assoluto e di asset class di nicchia o alternative.

Alla base delle tecniche complesse del Modello Yale c'era un concetto molto semplice: cercare la più ampia diversificazione possibile con classi di attivo ad alto rendimento atteso.

Nel lungo termine Swensen ha avuto ragione, gli asset della Fondazione quando ne prese la guida erano di circa un miliardo di dollari, oggi superano i trenta, il supporto finanziario all'università era di circa 45 milioni all'anno, oggi le erogazioni annuali sono di oltre un miliardo di dollari.

“Le strategie di gestione attiva creano valore nel lungo termine” scrive Swensen “ma gli investitori devono prevedere la possibilità di periodi di sottoperformance ... molte strategie complesse esigono orizzonti temporali tra i tre e cinque anni” e c'è sempre la possibilità che decisioni che si riveleranno efficaci nel lungo periodo “sembrino insensate nel breve termine”.

Il punto rilevante al nostro ragionamento non è l'imitazione del Modello Yale, i modelli e le strategie hanno successo soprattutto grazie al talento dei loro ideatori, ciò che merita attenzione è il risultato che si ottiene soprattutto con la fedeltà nel tempo alla strategia, al metodo di investimento, anche a costo di maggiore volatilità e di perdite ingenti che anche Swensen registrò nel 2008.



Nel libro dedicato agli investitori non professionisti, David Swensen scrive che nello scenario così complesso “è pazzesco pensare di farcela da soli”.

Nell'epoca delle grandi incertezze, come scrive il filosofo Edgar Morin, o dell'incertezza radicale, come la definisce l'ex capo della Banca d'Inghilterra Mervin King, sulle strategie di investimento sta facendo premio la preferenza per la liquidità, a dispetto dei costi espliciti (come già accade in Svizzera e in Germania) o dei costi opportunità (il mancato rendimento immediato e la mancata capitalizzazione composta futura).

La parte strategica del portafoglio, quella paziente, quella che non si lascia distrarre dalle cangianti dichiarazioni di un presidente o dall'erraticità dei movimenti dei prezzi, può erigere la sua architettura su cinque solidi argomenti.

1. La crescita dei consumi in Asia e il protagonismo della nuova classe media asiatica. Non è un argomento nuovo, L'Alpha e il Beta ne ha trattato sin dai suoi primi numeri, ma non per questo è meno importante. Prima della crisi sanitaria, l'avvento dei nuovi consumatori nei paesi emergenti era il principale fenomeno di lungo termine. Oggi i paesi asiatici sono i primi a uscire dalla pandemia e a mostrare una positiva resilienza ciclica, i consumi forniscono l'indispensabile carburante all'economia verso la ripresa della velocità di crociera;
2. l'accelerazione verso gli acquisti online: con la pandemia e il lockdown molti settori merceologici hanno registrato un aumento delle vendite online, molti nuovi consumatori si sono avvicinati all'e-commerce. I grandi gruppi retail e alcune griffe del lusso si sono già dotati di adeguate strutture digitali per rendere semplice l'esperienza dell'acquisto online;
3. l'accelerazione dei pagamenti elettronici è la naturale conseguenza del fenomeno degli acquisti online. Fino a quando non ci saremo lasciati alle spalle la pandemia, il tradizionale favore verso il contante resterà opacizzato dalle norme del

buon senso e della prudenza. I pagamenti online sono un segmento nel quale si stanno affermando piattaforme gestite da grandi gruppi e da soggetti del tutto nuovi;

4. la transizione digitale è un altro solido pilastro che sostiene scelte di investimento strategiche, milioni di persone in remote-working hanno sperimentato direttamente l'importanza delle infrastrutture digitali, quanto siano importanti la qualità dei segnali e l'affidabilità delle piattaforme. Il remote-working è un fenomeno destinato a durare, in varie forme di flessibilità, anche nel prossimo futuro. Accelererà lo sviluppo della digitalizzazione, dell'Internet delle Cose, dell'automazione dei processi nell'industria;
5. la decarbonizzazione e gli investimenti nello sviluppo sostenibile sono il quinto pilastro della strategia di un portafoglio orientato al lungo termine. Non c'è solo una maggiore sensibilità ambientalista nelle pubbliche opinioni, anche i piani governativi di investimento, ad esempio il Green Deal europeo, procedono a grandi passi in questa direzione

Questi cinque pilastri non sono altro che dinamiche di lungo periodo già in corso e accelerate dalla pandemia, cinque fenomeni che riguardano in uguale misura le economie sviluppate e quelle emergenti, dividono aziende e settori in winner e in loser.

Le scelte allocative di lungo termine non possono non tenerne conto. Ad esempio, oltre il 50% degli utili delle società europee viene generato fuori dall'Europa, l'Asia è la prima macro area che sta uscendo dai morsi della pandemia, l'economia cinese e quelle asiatiche stanno ripartendo grazie alla spinta delle dinamiche sopra ricordate: consumi, modifica delle abitudini dei consumatori (e-commerce, domanda di cloud-computing, infrastrutture digitali, home entertainment). Sia in Europa che in Asia aumentano gli investimenti "verdi".



Resilienza ciclica dell'economia cinese (fonte: GAM, Bloomberg).

“Non si può conoscere l'imprevedibile ma se ne può prevedere l'eventualità” scrive Edgar Morin e sembra fare eco alle Lezioni sull'anti-vulnerabilità di Paolo Legrenzi. La frase di Morin racchiude con efficace sintesi la strategia applicata ai portafogli: cercare di evitare le crisi è esercizio vacuo, adattare il portafoglio al loro superamento nel tempo è la strada dei capitali pazienti.

“Facciamo tutti parte di questa avventura piena di ignoranza, follia, ragione, mistero, sogni, gioia, dolore e incertezza”, scrive Edgar Morin.

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.