

L'ALPHA E IL BETA

27 agosto 2018

Il lungo termine

Alla ripresa dopo la pausa estiva è opportuno ricordare alcuni principi e raccomandare qualche buona prassi

“Le vacanze sono grandiose, tornare al lavoro è un vero peccato”. Un argomento difficilmente controvertibile, il sito finanziario inglese che così titolava un articolo merita il premio Monsieur La Palisse “che se non fosse morto, sarebbe ancora in vita”.

Il ritorno al lavoro dopo le vacanze sembra ossessionare più chi scrive di chi torna ufficio: si parla addirittura di stress da rientro (digitare per credere), si moltiplicano suggerimenti e regole di comportamento, il neurologo informa che tornare a lavorare può comportare “disagi, tensioni muscolari e tachicardia”. Non è che magari stiamo esagerando anche in questo?

Perché credo che la realtà sia un po' diversa, fatta di persone, la gran parte, che tornano semplicemente al lavoro dopo poche settimane di vacanza, senza particolari malumori, insoddisfazioni, “tensioni muscolari o disagi”. Dopotutto l'esistenza è scandita da fasi che si susseguono e da cicli che si alternano, alla lunga l'ozio sarebbe insopportabile.

Riprendendo il colloquio con i lettori del Corriere della Sera nell'agosto del 1943 dopo l'interruzione nel 1925, Luigi Einaudi cominciava il suo editoriale con l'allocuzione “Heri dicebamus”. L'interruzione dell'Alpha e il Beta è stata di appena due settimane, non prive di sorprese e qualche accidente. Rimandando alla settimana prossima il consueto commento sulle condizioni dei mercati, approfittiamo della ripresa per ricordare poche buone regole di comportamento finanziario.

I rendimenti, è noto, sono stati per anni schiacciati al pavimento dai massicci acquisti delle banche centrali. Ora che le banche centrali cambiano con gradualità la rotta della politica monetaria si potrebbe pensare che anche i rendimenti si accingano

a invertire la loro condizione. Ma sarebbe una previsione arrischiata, nei mercati finanziari non ci sono automatismi, i loro movimenti non soggiacciono a regole deterministiche (di questo parlerà anche il professor Legrenzi nei prossimi appuntamenti con I soldi in testa), non è automatico né scontato che al termine del QE i rendimenti tornino senza troppe resistenze ai livelli pre-crisi.

Il ciclo di espansione, lo abbiamo ricordato più di una volta, è nella sua fase matura. La riduzione delle tasse è stata l'iniezione di zuccheri che ha dato ulteriore vitalità all'economia americana (vedi L'Alpha e il Beta del 6.8.2018), un tasso di crescita che difficilmente potrà essere sostenuto nel medio periodo. Nel lungo periodo ci sono invece fenomeni che continueranno a esercitare pressioni al ribasso. Il primo è la contrazione della forza lavoro (negli Stati Uniti sta diminuendo il tasso di partecipazione dei lavoratori più giovani) quindi la quasi conseguente debole crescita della produttività, un fenomeno che affligge tutte le economie avanzate.

Un ulteriore fenomeno è l'inflazione che ritorna ma non allarma, è alimentata dalla crescita economica ma frenata dalla progressiva uscita dal lavoro delle coorti dei baby-boomer ad alti stipendi, sostituiti da giovani con stipendi più bassi. Poi ci sono i pensionati, sempre più numerosi e compratori di obbligazioni, direttamente o tramite i fondi pensione. Infine la rivoluzione tecnologica e l'automazione, che non sono una minaccia solo per i lavori a basso valore aggiunto ma insidiano anche lavoratori con competenze.

La regola aurea che merita essere sempre ricordata è la diversificazione, il ribilanciamento è il suo aureo corollario. Riportare con regolarità le varie classi di attivo al loro peso neutrale evita al portafoglio di diventare troppo rischioso o troppo prudente.

Weight watchers

United States, cumulative returns, \$
January 1926=1



Fonte: The Economist, luglio 2018

Diversificare vuol dire superare la naturale inclinazione a scegliere ciò che si conosce, approfondire ciò che non si conosce, accettare l'idea che i portafogli e i loro proprietari debbano necessariamente adattarsi ai cambiamenti.

L'altra regola aurea è l'orizzonte temporale. Quanto è lungo il lungo termine?

Non esiste una risposta univoca, per l'economista può essere un decennio, un consulente finanziario può ragionevolmente indicare un arco di tempo superiore ai cinque anni, per molti risparmiatori il lungo periodo è ... dodici mesi. L'indagine sul Risparmio curata da Centro Einaudi e Intesa Sanpaolo (vedi L'Alpha e il Beta del 30.7.2018) registra che "solo l'1,4 per cento dei risparmiatori aspetta oltre dieci anni per giudicare, mentre il 22,5 per cento vuole riscontrare il risultato entro un anno dall'investimento". Eppure il tempo è l'insostituibile ingrediente che dà valore al portafoglio, nel tempo cambiano gli equilibri politici e i potentati economici, i mercati globali diventano più rilevanti dei singoli mercati nazionali.

Un portafoglio "darwiniano", il più adatto a fare i conti con le trasformazioni in corso, è estremamente diversificato per classi di attivo, aree geografiche, stili di gestione e con adeguato orizzonte temporale. Il portafoglio darwiniano non pratica il timing, rischiosa ricerca dei migliori punti di ingresso e di uscita.

Nessuno conosce in anticipo quali siano, tanto vale lasciar perdere e adattarsi ai grandi cambiamenti strutturali, accettare gli ondivaghi movimenti dei mercati, la loro irrazionalità che "può durare più a lungo di quanto tu possa rimanere solvibile" come diceva Keynes, grande economista e diavolo di investitore.

L'ex governatore della Banca d'Inghilterra Mervyn King scrive che nel tempo sono aumentate frequenza e gravità delle crisi, che i mercati finanziari hanno "giocato con il tempo" nel tentativo di collegare, con l'ingegneria finanziaria e l'alchimia, il presente con il futuro per arrivare a controllare quest'ultimo: la pietra filosofale degli alchimisti finanziari, il dominio dell'incertezza e del rischio!

C'è però "un problema intrinseco nel collegare un tempo presente conosciuto con un futuro imperscrutabile" scrive King "l'incertezza radicale presenta all'economia di mercato una sfida impossibile ...".

L'incertezza radicale dell'ex banchiere centrale ci porta alla terza e ultima regola da tener presente nella ripresa di fine estate, ovvero tener sempre presente la differenza tra incertezza e rischio, concetto cruciale per comprendere, e quindi spiegare, cosa accade nei mercati finanziari. L'incertezza radicale non è un concetto nuovo nel pensiero economico, il primo a formalizzare la differenza tra incertezza e rischio fu Frank Knight, acerrimo rivale di Lord Keynes, che nel suo "Risk Uncertainty and Profit" del 1921 argomenta come il rischio possa venir definito "incertezza misurabile", distribuzione di probabilità di effetti, una condizione alla quale ci si può predisporre e dalla quale ci si può proteggere. L'incertezza è invece l'assenza di tale distribuzione di probabilità. Le tecniche assicurative hanno a che fare con il rischio (c'è un unico proiettile nel caricatore del revolver, calcolo le probabilità che sia in canna), la gestione finanziaria ha a che fare con l'incertezza (non ho idea di quanti siano i proiettili nel caricatore).

"Più forti degli dei" (ed. Il Sole 24 Ore, 2002) è l'avvincente storia del rischio scritta da Peter L. Bernstein, lettura gradevole che raccomando per questo scampolo d'estate. Anche il numero di agosto di "Investors", bimestrale curato da alcuni volenterosi consulenti finanziari (devo avvertire il lettore che il direttore e molti collaboratori di Investors sono amici, io stesso ho collaborato a questo numero) è dedicato alla comprensione e gestione del rischio nei portafogli di investimento. Tener conto dei tre concetti di diversificazione, orizzonte temporale e incertezza, significa comprendere meglio il valore dei portafogli anti-fragili, la superiorità del metodo sulle previsioni.



Jackson Pollock, Number 1/A, 1948 (credit: Moma New York)

"Nei quadri di Pollock le sgocciolature si susseguono con un margine di casualità, ma poi il risultato finale 'non poteva che essere quello'; nella vita delle persone il caso via via si riduce, se guardiamo la vita a posteriori, quando siamo diventati vecchi e ci sembra che la nostra vita 'doveva' essere quella" (P. Legrenzi, Regole e caso, Il Mulino 2017)

In "Breve storia dell'euforia finanziaria", Galbraith scrive che le invarianti dei mercati sono la memoria corta degli investitori (che in modo ricorrente pensano di aver "inventato la ruota"), le forze che avviano e alimentano gli episodi speculativi, la fuga dalla realtà che cerca le ragioni di un crash sempre al di fuori del mercato e che minimizza la condizione di euforia.

Le invarianti dei portafogli sono invece la diversificazione e la decorrelazione tra strategie direzionali (motore della performance), e strategie multi-asset flessibili, finalizzate alla difesa.

Buona ripresa a tutte e a tutti.



Carlo Benetti
Market Specialist 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.