

60/40: FINE DI UN'EPOCA OPPURE RITORNO AL PASSATO? NECESSITÀ DELLA NOZIONE DI CORRELAZIONE

Alla fine degli anni Sessanta, a Londra, Philip Johnson-Laird mi stava insegnando la psicologia del pensiero, l'antenata della finanza comportamentale (senza la quale non ci sarebbe stata la rivoluzione cognitivista in economia). Un giorno mi disse che un buon test per capire quanto mi fossi impadronito dell'inglese corrente e spicciolo era decifrare i titoli del quotidiano "Sun". Mi rimase impresso un titolo, a prima vista misterioso, "60/40 Twiggy". Per decifrarlo bisognava sapere che in inglese grissino si dice twig e che 60 era circa la circonferenza massima e circa 40 il peso in chilogrammi della giovanissima modella il cui soprannome alludeva al suo fisico scheletrico, simile appunto in sottigliezza e leggerezza a un grissino. Era una nuova moda e destava perplessità.



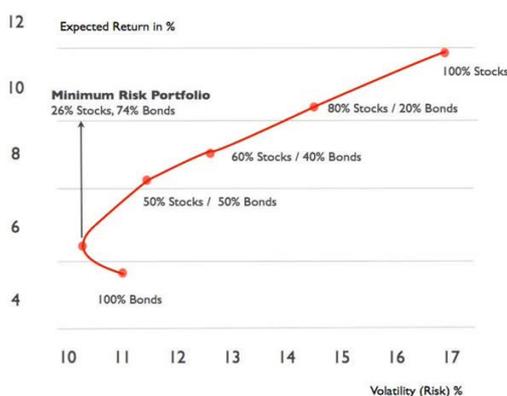
Twiggy in un servizio di moda alla fine degli anni sessanta.

Oggi nessuno si ricorda più di quel 60/40 e quando si vedono questi due numeri affiancati, numeri che stanno per due percentuali, tutti pensano alla composizione di un portafoglio. Un portafoglio che risulta così distribuito: 60% azioni e 40% obbligazioni.

Se si prescinde dalla situazione italiana- di cui ho parlato più volte nelle precedenti lezioni – quasi nessuno nel mondo anglosassone ha, nel corso di questo secolo, consigliato ai risparmiatori di cui era consulente una percentuale di azioni inferiori al 60%. Questo è da sempre il mix consigliato e adottato dalle grandi case che seguono il risparmio delle famiglie statunitensi al punto che 60/40 è entrato nel gergo anche dei non addetti ai lavori. E tuttavia da molti anni, più precisamente dal marzo 2009, sarebbe stato più conveniente un portafoglio tutto azionario: 100/0. Trattandosi di un periodo lungo, la fiducia nel mix 60/40 ha cominciato a vacillare e i fondi sovrani come le dotazioni delle grandi università statunitensi hanno progressivamente abbandonato la quota del 40% destinata al reddito fisso.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

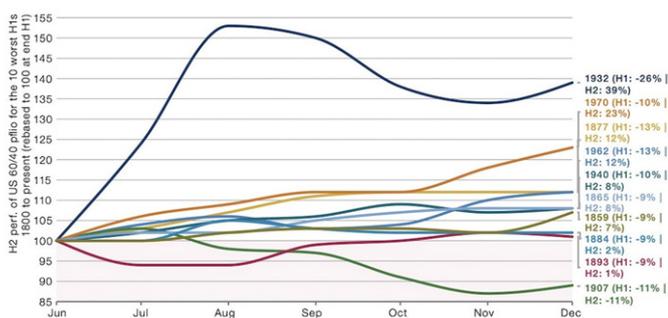


Data Source - JJ Abodeedy - Sitka Pacific Capital

Negli ultimi dieci anni un portafoglio di azioni USA ha reso più di qualsiasi altro mix mentre chi avesse voluto abbassare il rischio al minimo, cioè avere una volatilità molto bassa, avrebbe dovuto detenere un mix di 26% di azioni e di 74% di obbligazioni al prezzo però di ottenere un rendimento dimezzato. Con un rendimento così alto delle azioni, quale è stato quello da marzo 2009, sono stati sufficienti al massimo tre anni di extra-rendimento delle azioni per creare un cuscinetto tale da assorbire ampiamente momentanei cali dei mercati così da rendere di fatto il portafoglio con il massimo rendimento anche quello con la massima sicurezza. Fonte: Bloomberg modificato.

Ora il quesito interessante è: perché la fiducia nel 60/40 è andata via via scemando? Non certo perché il 40% rendeva meno del 60%: sui tempi lunghi è sempre stato così ed è da sempre noto agli addetti ai lavori (anche se non è praticato da chi segue l'intuitivo "fai da te"). La vera motivazione era la prevenzione della paura o meglio, dei momenti di spavento per i clienti. Le forti discese temporanee dei mercati azionari erano per solito compensate dalla minore volatilità del reddito fisso. Soprattutto nei portafogli gestiti da un consulente era arduo presentare al cliente una forte perdita perché questa causava dispiacere e perplessità anche se sui tempi lunghi (non troppo lunghi negli ultimi vent'anni) un portafoglio completamente azionario avrebbe reso di più. In altre parole il 40% di reddito fisso andava inteso come un'assicurazione contro la paura suscitata dagli effetti di possibili discese. Questa funzione di ammortizzatore degli effetti psicologici delle perdite e, quindi, di assicurazione contro la paura e il dolore, negli ultimi anni è andata via via scemando perché borse e reddito fisso tendevano ad avere rendimenti correlati. Per esempio nella prima metà del 2022 sono scese sia le borse che le obbligazioni, le seconde ancor più delle prime.

Figure 2. H2 Returns of US 60/40 Portfolio After the 10 Worst H1s Since 1800



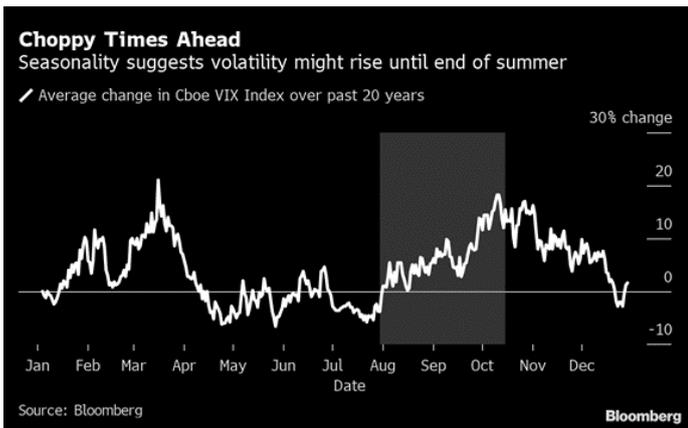
Source: Shiller database, GFD, Bloomberg, Man DNA. As of June 2022.

Questa figura mostra il rendimento di un portafoglio 60/40 dopo i peggiori primi semestri all'inizio degli anni (H1 = prima metà). In media le obbligazioni attenuavano il rendimento negativo delle azioni: si va da perdite del -9% a perdite del -26% nel 1932. Quest'anno per ora assistiamo invece a una ripresa. Fonte: Bloomberg modificata.



Nel 2022 dopo un calo nella prima metà dell'anno lo S&P500 (blu scuro) e il Nasdaq (azzurro) si stanno riprendendo. Fonte: Economist modificata.

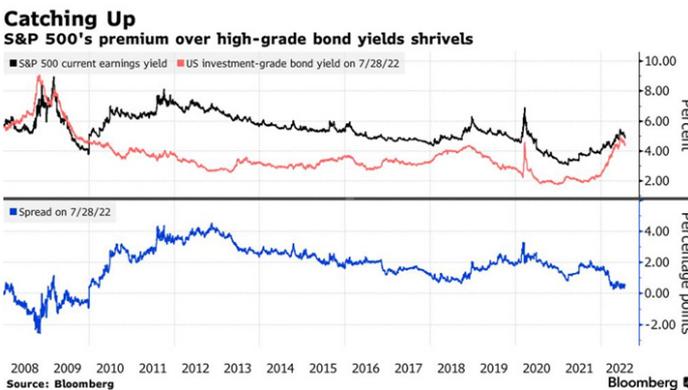
La maggiore correlazione tra discese delle borse e discese dal reddito fisso ha fatto sì che in questi anni il mix 60/40 è stato abbandonato da molti. Non da tutti. Infatti le ricerche mostrano che i risparmiatori inesperti che operano con il "fai da te" hanno spesso una nozione ingenua di diversificazione. Pensano che un portafoglio sia diversificato se contiene azioni, reddito fisso, immobili, materie prime, e così via. Non si pongono il problema delle correlazioni tra l'andamento di queste diverse fette della torta discostandosi così dalla classica teoria del portafoglio. In altre parole ragionano secondo l'adagio di non mettere le uova nello stesso paniere. Questo va bene se le uova nei diversi panieri non si rompono insieme, se cioè le loro rotture (le discese fuor di metafora) sono de-correlate. Ma la correlazione e la decorrelazione sono complesse da capire e quindi spesso vengono intese semplicemente come una torta composta da più fette. Ma tale composizione è solo illusoriamente garanzia di sicurezza se le fette variano, cioè se aumentano o perdono di valore, tutte nello stesso tempo. Purtroppo le correlazioni non si vedono "ad occhio" e quindi la diversificazione ingenua, quella cioè che non tiene conto delle correlazioni, spesso è considerata sufficiente. Il fatto è che la correlazione tra due e, soprattutto, tra più di due eventi non è facile da cogliere. Mentre l'evoluzione della specie ha fornito Homo Sapiens della capacità di cogliere i rapporti di causalità nel mondo non lo ha costruito per "vedere" le correlazioni. I rapporti causali spesso si vedono ad "occhio" mentre vedere le correlazioni richiede sempre un calcolo fondato sull'osservazione dei cambiamenti di due o più eventi lungo un arco temporale non istantaneo. Un esempio tipico è la stagionalità sui mercati. Negli ultimi vent'anni, in media, la volatilità è sempre aumentata dalla fine di agosto a metà ottobre rispetto agli altri periodi dell'anno. Questo fenomeno non si vede e lo si fa emergere solo grazie a calcoli statistici complessi su una durata di vent'anni.



Negli ultimi vent'anni, in media, la volatilità è stagionale nel senso che è sempre aumentata in marzo, è stata bassa in estate, per poi cominciare a risalire verso la fine di agosto. Fonte: Bloomberg modificata.

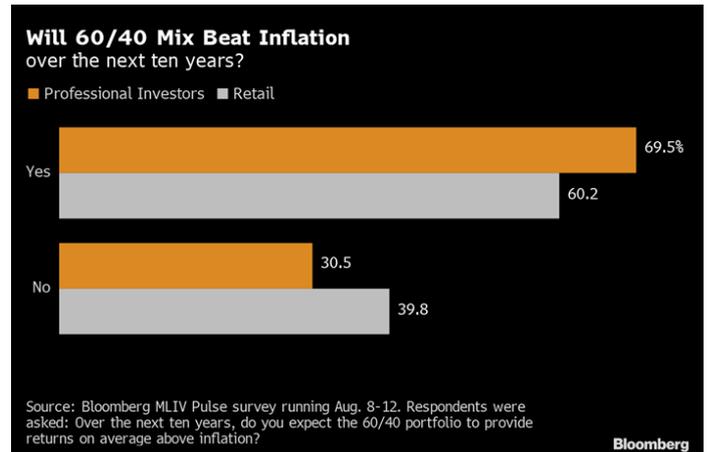
Ecco perché il mix 60/40 ha continuato per inerzia a venire applicato da molti in questo decennio malgrado fosse diventata una scelta sub-ottimale perché non portava né a rendimenti migliori né a un livello più alto di sicurezza "percepita". Gli investitori "fai da te" tradizionalmente in Italia consideravano un mix immobili/reddito fisso/ azioni più sicuro ma in realtà non è stato così. Per esempio nel corso dell'ultimo decennio immobili e reddito fisso sono scesi insieme e non hanno funzionato come cuscinetto all'eventuale investimento azionario, soprattutto nei momenti di discesa di quest'ultimo.

Ecco perché il "fai fa te" è una scelta costosa e improduttiva, come ho mostrato nelle ultime lezioni e come sia bene avere un consulente preparato e non in conflitto di interessi.



Dopo un decennio in cui il rendimento delle azioni dello S&P 500 ha sempre superato quello delle obbligazioni USA, a partire dalla seconda metà di quest'anno la forbice si sta restringendo. Fonte: Bloomberg modificata.

Una conferma indiretta di queste considerazioni viene da un sondaggio condotto nell'agosto del 2022 in cui si è chiesto agli investitori professionali e al mondo delle persone meno preparate (retail) se ritenevano che nei prossimi dieci anni il mix 60/40 avrebbe battuto l'inflazione. I professionisti si sono mostrati più ottimisti perché più di due terzi hanno valutato che il 60/40 avrebbe battuto l'inflazione anche alla luce del maggiore rendimento del reddito fisso con la risalita dei tassi.



Esiti di un sondaggio condotto nell'agosto del 2022 in cui si è chiesto agli investitori professionali e al mondo delle persone meno preparate (retail) se ritenevano che nei prossimi dieci anni il mix 60/40 avrebbe battuto l'inflazione. I "professionisti" sanno che in passato è stato così e fanno previsioni conseguenti. I non professionisti e le persone non preparate sono più pessimiste perché non erano più abituate all'inflazione e questa fa molta paura. Fonte: Bloomberg modificata.

La conclusione di questa lezione è quella di sempre: solo un addetto ai lavori non pratica la "diversificazione ingenua" consistente nel credere ingenuamente di essere protetti dal semplice avere molte fette nella torta che è il portafoglio. Ma questo è inutile senza l'esame delle correlazioni: esame che si rivela cruciale. Purtroppo, per solito, questo lo fanno solo quelli che hanno studiato. Lo si vede dalla maggioranza dei portafogli degli italiani che, appunto, non sono preparati e, non avendo studiato, non si sono nemmeno accorti che sarebbe bene o studiare o essere consigliati da un consulente preparato e non in conflitto di interessi. Come di Daniel Kahneman: ciechi e ciechi anche alla loro stessa cecità.

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.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.