

UN RICORDO DI HARRY MARKOWITZ, UN GIGANTE, E NON SOLO PER LA TEORIA DEL PORTAFOGLIO

Ho molto apprezzato il modo in cui l'Economist del 26 giugno ha ricordato le idee e l'innovazione introdotte Harry Markowitz, un gigante, e non solo per la teoria del portafoglio. Harry Markowitz ci ha lasciato il 22 giugno 2023. Le sue sono state innovazioni radicali rispetto alla teoria classica della scelta applicata agli investimenti.

Perché il suo lavoro è stato così importante, direi rivoluzionario? Perché ci ha reso consapevoli di meccanismi anti-intuitivi e ha fatto emergere alla nostra consapevolezza quanto fino ad allora veniva dato erroneamente per scontato. Quel che si dava per scontato, almeno fino al suo lavoro degli anni Cinquanta, era il presupposto che la costruzione di un buon portafoglio per un risparmiatore consistesse nella capacità di scegliere i titoli più profittevoli, quelli che si pensava fossero sottovalutati dal mercato per un qualsiasi motivo e, quindi, con le prospettive future più vantaggiose. Che cosa ci insegna invece il lavoro di Harry Markowitz? Ci dice che invece di scegliere il presunto "meglio", dobbiamo diversificare, ammettendo così implicitamente che è difficile sapere a priori che cosa sia il meglio. E come lo dobbiamo fare? Dobbiamo farlo puntando su intere asset class, o addirittura gli indici. L'impostazione teorica di Harry Markowitz, come ci ricorda l'Economist del 26 giugno, è la seguente:

It also laid the groundwork for Bogle's index funds (which hold shares in a vast swathe of firms, not just a few) and modern academic finance. The capital-asset-pricing model, invented by William Sharpe, another economist, assumes all investors behave as Mr Markowitz describes - maximising risk-adjusted returns - in the same way the theory of the firm assumes that companies maximise profits. Diversifying holds benefits at all levels of portfolio construction.

Within stocks, investing in many firms is better than holding a few; across assets, holding stocks, bonds, real estate, commodities and so on is better than holding one or two assets. And holding these assets in many countries is preferable to just one.

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/06/26/americans-love-american-stocks-they-should-look-overseas>

In sintesi, traduzione: vengono così gettate le basi teoriche per gli indici introdotti da Bogle e possiamo assumere, come farà William Sharpe, che verranno messi in relazione rendimenti e rischi, e la relazione si accompagnerà alla diversificazione. Come metterli in relazione? Che cosa è il rischio secondo Harry Markowitz? Non è soltanto la misura del pericolo che una nostra previsione non si realizzi, quindi una previsione in termini di fallimenti del rapporto di causalità previsione-obiettivo, ma è soprattutto basato sulla nozione poco intuitiva, almeno per i più, di correlazione. Quindi nella prospettiva di Harry Markowitz il rischio totale che affrontano i nostri risparmi considerati in blocco è riconducibile alla correlazione tra i diversi rischi attinenti alle varie asset class. Esse dovranno essere diversificate perché in tal modo anche i rischi verranno ridotti nel senso che perdite e guadagni eventuali almeno in parte si compenseranno.



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

Succederà così che il rischio complessivo affrontato dalle varie forme di risparmio non sarà la somma dei rischi pertinenti alle varie forme ma sarà ridotto rispetto a tale somma. Ho spiegato molte volte questo concetto e so quanto è poco intuitivo. Ma il dato veramente interessante, come ho più volte ricordato, è che, anche quando lo si è capito, è poi difficile applicarlo. Ne siamo consapevoli a livello teorico ma agiamo come se non ne fossimo consapevoli. Non è un bisticcio di parole, ma la cruda realtà che descrive la situazione disastrosa dei risparmi degli italiani considerati nel loro complesso.

Come è possibile questa scissione tra quel che si sa, di cui si è consapevoli, e quel che si fa (senza rendersene conto e in violazione dei principi di Harry Markowitz) continui imperturbabile a perdurare, quando ormai la posizione di Harry Markowitz è accettata dai più? Per capirlo dobbiamo cercare di approfondire come funziona la coscienza umana, il rapporto cioè tra quello di cui siamo consapevoli e le scelte che invece avvengono automaticamente, sotto il livello delle decisioni consapevoli.

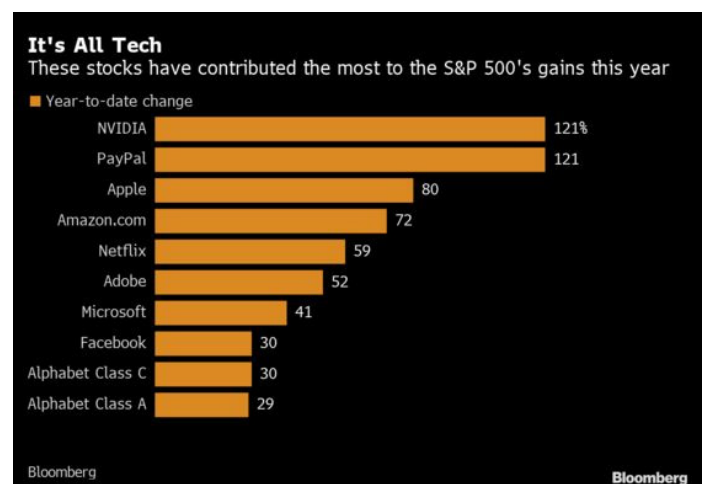
L'inconscio non è un magazzino circoscritto e ben delimitato in cui vengono confinati alcuni contenuti della mente, ma una mutevole proprietà dell'attenzione e del pensiero. Lo svolgimento di una partita di tennis può rendere bene l'idea.

Immaginiamo di stare giocando e di vedere arrivare una palla nella nostra metà campo. Se il colpo dell'avversario non è particolarmente difficile o imprevedibile, la nostra attenzione sarà tutta concentrata sulla strategia di risposta. Solo lo scopo, e cioè indirizzare la palla nel posto più opportuno del campo dell'avversario, emergerà a livello cosciente. La nostra mente si concentrerà sulla strategia così da poter scegliere in quei pochi istanti la tecnica migliore per raggiungere i nostri obiettivi. Ma in realtà c'è molto di più, e oggi lo sappiamo grazie a misurazioni accurate in laboratorio di ciascuno dei processi coinvolti. Le informazioni visive relative alla palla in arrivo devono essere elaborate in modo da stimarne direzione, traiettoria, velocità, punto di impatto con il campo da gioco. Poi si deve tener conto del punteggio, della posizione nel campo dell'avversario, delle informazioni depositate nella memoria a lungo termine sul suo stile di gioco, sui suoi punti di forza e di debolezza. Altri processi cognitivi automatici permettono il recupero dalla memoria dello specifico schema motorio adatto alla risposta (diritto, rovescio, colpo al volo, e così via). Siamo concentrati sul dove e sul come vogliamo rispondere con il nostro colpo: tutti gli altri complessi e numerosi processi cognitivi non affiorano alla coscienza.

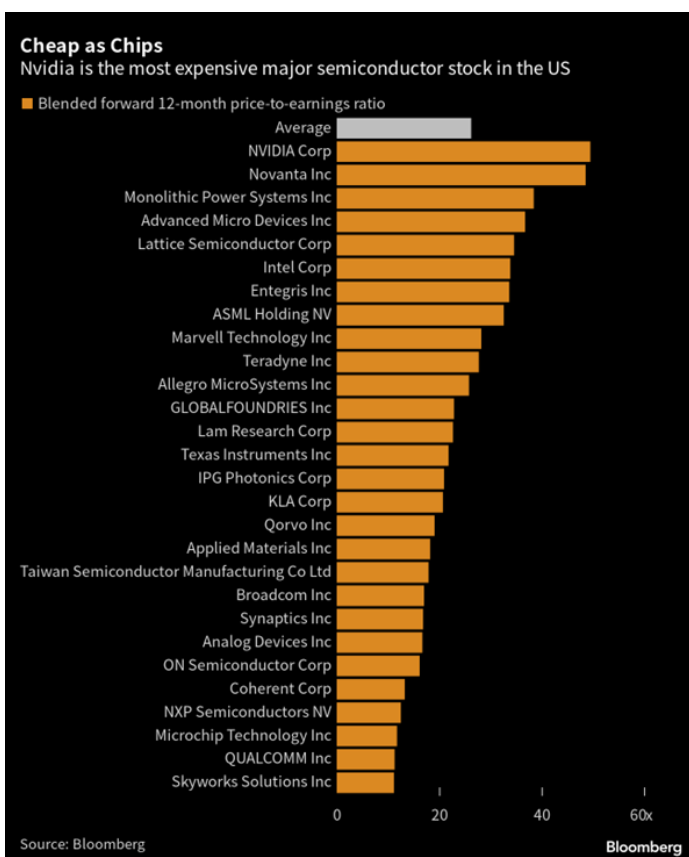
Non sempre però le cose vanno così lisce: possono sorgere difficoltà che ci costringono a rendere consci processi che, in condizioni "normali", sono automatici. La palla in arrivo può rivelare "effetti" strani, una folata improvvisa di vento ne muta la direzione, o può anche succedere che le nostre condizioni fisiche non rendano disponibile in quel momento lo schema motorio preferito. Se compaiono una o più di queste condizioni avverse, alcuni processi di solito automatici devono affiorare alla coscienza e assorbire la nostra attenzione. Questa richiesta ci impedisce di dedicarci completamente alla strategia di gioco prescelta e, spesso, la nostra risposta sarà meno efficace. Tant'è vero che nel gergo tennistico abbiamo gli "errori forzati", attribuibili a circostanze sfavorevoli, e gli "errori non forzati", dovuti alla nostra inettitudine o all'imperizia del momento.

Conclusione: un giocatore è tanto più perfetto quanti meno processi consci è costretto a utilizzare. In questo esempio c'è un messaggio più generale: la coscienza non è un processo tutto-niente e si è sviluppata gradualmente in Homo Sapiens. Si può ipotizzare che, nel lontano passato della nostra specie, di fronte alle incertezze e alle avversità, i meccanismi automatici non fossero più sufficienti per un buon adattamento ad ambienti mutevoli e pericolosi: nasce un po' alla volta la coscienza. Il fatto è che nella coscienza non ci può stare tutto. Capita così che noi conosciamo la teoria di Harry Markowitz ma agiamo in modo automatico secondo una concezione della scelta che è quella che ci accompagna nella vita di tutti i giorni. Cerchiamo cioè di scegliere il meglio all'interno di un ventaglio di possibilità che prendiamo in considerazione, ignari del fatto che il mondo degli investimenti non funziona così. E, soprattutto, ignari dei nostri limiti. Ovviamente la teoria di Harry Markowitz può venire implementata solo grazie ai progressi dei computer e dell'intelligenza artificiale che ci permette di elaborare in tempo reale enormi masse di dati e di calcolare le correlazioni. Uno dei principali motivi per cui è anti-intuitiva è che il funzionamento della mente umana non sfiora neppure lontanamente questa potenza di memoria e di calcolo. Per questo motivo è fondamentale cogliere il rapporto tra mente umana e intelligenza artificiale, tema che riprenderemo nelle prossime lezioni.

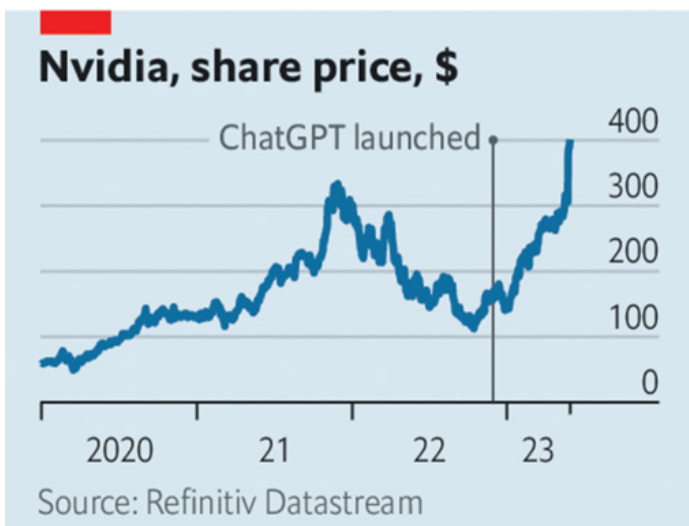
Si può chiudere con una conclusione ovvia, se non banale: se la nostra mente è inadatta a funzionare per costruire un buon portafoglio autonomamente, meglio rivolgersi a un buon (non in conflitto di interessi) consulente.



Anche all'interno della classe di investimenti azionari più favorita dai recenti progressi e innovazioni dell'IA abbiamo una forte varianza nel senso che la crescita nell'ultimo anno va dal 29% di Alphabet al 121% di Nvidia. Chi poteva sapere un anno fa che Nvidia sarebbe cresciuta quattro volte più di Alphabet? Anche in questo nuovo mondo, Harry Markowitz avrebbe avuto ragione: se aveste investito in tutto il comparto avreste abbassato il rischio complessivo e avreste avuto un buon trade-off rischio rendimento. Fonte: Bloomberg modificata.



Anche all'interno del più ristretto ambito dei semiconduttori, abbiamo una forte varianza nei p/e, cioè una forte dispersione dei rapporti prezzi/utigli relativi a ciascun titolo. Fonte: Bloomberg modificata.



Non solo variazione tra i titoli ma forte variazione nel tempo del valore dello stesso titolo. Chi poteva prevedere il lancio di ChatGPT, di cui parleremo nel corso delle nostre lezioni dedicate all'intelligenza artificiale? Fonte: Bloomberg modificata.



Anche tra gli indici delle varie borse mondiali c'è molta varianza: sui tempi lunghi i mercati USA sono i più efficienti, e di questo ho parlato più volte. Fonte: Bloomberg modificata.



Il peso del settore delle tecnologie e della comunicazione rispetto all'indice totale è tornato, dopo molte oscillazioni, al valore di inizio secolo. Fonte: Bloomberg modificata.

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



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.