

SE TUTTI I MERCATI SONO CORRELATI, CHE COSA BISOGNA FARE?

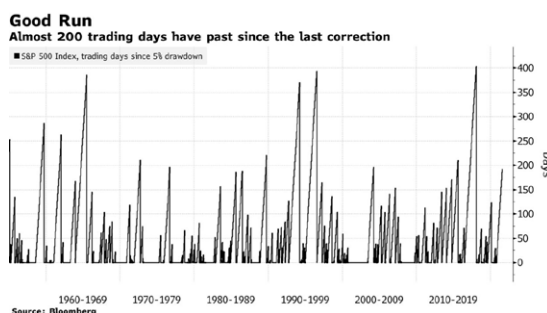
Ho parlato più volte del ruolo del consulente come una sorta di angelo custode che sottrae le emozioni negative dalle menti dei clienti. Per questo motivo la consulenza deve essere non finanziaria ma comportamentale. Ma di questi tempi è importante capire non solo la necessità di eliminare le emozioni negative e improduttive, ma anche del nuovo quadro dei mercati. Il “nuovo normale” richiede una sottrazione più importante e meno intuitiva che non si può non affrontare e che richiede però, in molti casi, l'aiuto di un consulente.

Tradizionalmente si pensa che un consulente sia in grado di impostare il portafoglio del cliente adattando il suo profilo specifico all'andamento generale dei mercati. In effetti, la teoria classica del portafoglio (1952) di Harry Markowitz (premio Nobel nel 1990) vedeva nel consulente un esperto che sapeva bilanciare bene le varie fette della torta degli investimenti dei clienti in funzione dei loro obiettivi. Ma il presupposto era che ci fossero mercati e asset class decorrelati o non troppo correlati.

Per individuare titoli la cui combinazione minimizzi il rischio e massimizzi il rendimento, la teoria di Markowitz si basa infatti su un punto ben preciso: è fondamentale che i titoli del portafoglio non siano correlati, anzi siano abbastanza decorrelati. Oggi, per una serie complessa di motivi tra cui i tassi a zero e la gestione degli indici affidata in blocco ai computer, non è più così o, meglio, non è più così al di là dei tempi brevi che producono temporanee e passeggerie decorrelazioni.

Tra le tante cause convergenti c'è oltre alle massicce immissioni di liquidità che hanno reso negativi i tassi reali, i fondi passivi. Tanto più questi ultimi sono presenti e rilevanti, quanto più le decorrelazioni calano, visto che i passivi agiscono in blocco sui mercati, indipendentemente dai singoli titoli ma operando sugli indici.

I fondi passivi hanno raccolto nel mondo 659 miliardi nel primo semestre 2021: notizia del 27 luglio 2021. Oggi è un mercato da quasi diecimila miliardi. A questo ritmo diventeranno più di 15mila miliardi nel 2025. La rivoluzione dei fondi passivi è analoga alla rivoluzione dei container nella logistica (abito in una città con un porto).



Lungo periodo favorevole in questo decennio, di per sé ottimo. La figura va letta così: la presenza di punte, di cuspidi cioè, indica quanti giorni son passati dall'ultima correzione superiore al 5% sullo S&P 500. Nel mentre si forma una punta gli esperti sono ottimisti e, quanto più alta è la punta, tanto più lungo è il periodo che è passato dalla correzione del 5%. Le punte dell'ultimo decennio mostrano un quadro molto favorevole che in passato c'è stato solo negli anni sessanta e negli anni novanta del secolo scorso. Fonte: Bloomberg modificata.

Dal punto di vista della possibilità/necessità di dover fare scelte, il “nuovo normale” comporta un forte processo di sottrazione, inteso come riduzione della necessità di poter scegliere uno specifico meglio, cioè un titolo o un mercato particolare. Come nel caso delle navi porta container, che trasportano contenitori e non merci sfuse, oggi l'invenzione di prodotti finanziari passivi offre la possibilità di comprare un intero mercato azionario. Non dovete più scegliere un titolo che considerate più profittabile, potete comprare in blocco tutte le azioni quotate tramite un indice che è calcolato in proporzione all'importanza delle aziende che hanno emesso quelle azioni.



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

Con una ulteriore sottrazione delle scelte possibili, si giunge al punto finale consistente nel comprare tutte le più importanti azioni quotate sulle borse del mondo: così avete sottratto la scelta dell'investimento dal dominio delle scelte. Ma avete sottratto non solo al singolo investitore la scelta di decidere dove investire, l'avete sottratta anche a chi una volta sceglieva le azioni per i fondi di investimento. In questo modo l'uomo viene estromesso sia dalla scelta nella costruzione dei prodotti sia dalla scelta nel tipo di investimento dei risparmi. Tutto è fatto in modo automatico: la sottrazione della scelta umana è totale. Questo contribuisce a spiegare l'aumento delle correlazioni, oltre alla ben nota presenza di rendimenti reali negativi sul reddito fisso sicuro (cfr. titoli governativi USA e quelli sicuri europei su cui, sottratta l'inflazione si perdono soldi).

Privare gli uomini della possibilità di scegliere sostituendoli con le macchine è forse lesivo del nostro orgoglio e rende difficile il lavoro di chi campa convincendo gli altri di saper scegliere meglio. Ma è conveniente sui tempi lunghi. Considerate, per esempio, il quinquennio dal giugno del 2016 al giugno del 2021: per le borse europee, l'andamento è differenziato. Provate a salire di un gradino e passate ai tre più importanti mercati del mondo: Europa, Giappone e Usa. Ancora una volta avevate una possibilità su tre di scegliere il mercato USA, il più redditizio. Ma se salite in cima alla piramide, quando avete tutte le azioni del mondo, ottenete un buon rendimento nel quinquennio senza il rischio di prendere decisioni sbagliate e senza le preoccupazioni di fare la scelta giusta. Per sottrazioni successive delle scelte siete arrivati in cima. E la cima ferisce forse il nostro orgoglio di decisori ma è molto conveniente. Pensate che gli italiani hanno oggi circa diecimila miliardi di risparmi in varie forme. Se negli ultimi dieci anni avessero messo tutti i loro risparmi nell'indice mondiale delle borse, tranne i quattromila miliardi che corrispondono alle loro prime case e a quelle a cui sono affezionati - immobili che a stretto rigore non sono solo un risparmio ma anche un servizio - oggi i restanti seimila miliardi si sarebbero moltiplicati per due. Potremmo fare a meno dell'aiuto dell'Europa per la pandemia, pagare tutto il debito pubblico, e restare più ricchi di prima. La sottrazione della scelta è ostica, frustrante, forse umiliante, ma in certi casi è molto conveniente e fruttuosa.

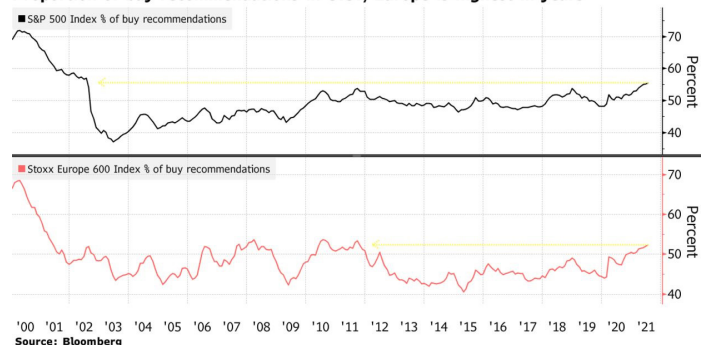
Il tema della oggi assente decorrelazione delle varie asset class, sempre più rilevante, è stato recentemente ripreso da un importante supplemento settimanale, che esce ogni sabato (titolo: "La settimana di finanza e risparmio"). Questo supplemento il 21 agosto 2021 ha presentato come cover story un'analisi delle crescenti difficoltà che si trovano nel tentativo di diversificare un portafoglio. E' facile mostrare il fenomeno: sono sufficienti le correlazioni a un anno rolling dal gennaio 2005 a oggi delle varie asset class. Basta dare un'occhiata ai grafici per constatare che le correlazioni sono crescenti e per concludere che: "le tradizionali correlazioni sui mercati finanziari sono saltate per effetto dei tassi a zero e diventa sempre più complesso costruire portafogli" (p. 4). E' cioè diventato arduo applicare la classica

teoria del portafoglio che si traduceva nella scelta di asset class diverse. Una scelta tale per cui i cali di alcuni investimenti erano compensati da incrementi delle altre fette della torta totale che conteneva i risparmi (e viceversa). Si riduceva così il rischio complessivo perché questo risultava inferiore alla somma dei rischi delle diverse fette.

Scrivo tutto ciò da anni proprio perché la tendenza in questione non è una novità. Essa discende direttamente dalla mia riflessione in apertura in cui parlo di sottrazione delle scelte. Come ho già detto, la sottrazione suprema consiste nel comprare un indice passivo equi-pesato su tutte le borse, la forma massima di diversificazione. Quante più persone adottano questo tipo di scelta (meglio di non-scelta: una tendenza che, in varie forme, è in aumento da anni ed è ormai prevalente negli USA), tanto più inevitabilmente capita che, quando le borse scendono, cala in blocco tutto il vostro portafoglio.

Buying Frenzy

Proportion of buy recommendations in U.S., Europe is highest in years



Anche i consigli vanno all'unisono più che in passato. Essi sono un'eco delle correlazioni sui mercati. Da dieci anni prevale il consiglio "buy". Fonte: Bloomberg modificata.

Che fare, allora? Una misura estrema volta a ridurre il decremento nei momenti di storno consiste nel tenere parte dei risparmi in forme liquide o semi-liquide. Tale misura viene presa in considerazione proprio nel supplemento del 21 agosto. Una parte di risparmi in liquidità, intendiamoci, è saggia perché, anche una volta che vi siete assicurati contro i consueti guai imprevedibili (capitale umano, immobili, e altri rischi coperti dalle assicurazioni), resta sempre un margine di incertezza non prevenibile con le assicurazioni. Ma questa forma di liquidità "prudenziale" nulla ha a che fare con quella che viene scelta con finalità di investimento per ammortizzare il calo simultaneo di tutti i mercati. Questo secondo tipo di liquidità, di questi tempi a rendimento reale nullo se non negativo, è in sostanza il prezzo che dovete pagare in cambio del fatto che vi piace controllare spesso il vostro portafoglio e non volete troppe sorprese negative. Immaginate idealmente di avere i risparmi che occupano uno spazio, lo spazio degli investimenti: tenendo liquida parte cospicua dei risparmi voi sottraete tale parte alle oscillazioni di ogni tipo di mercato.

Conviene fare così? Dovreste immaginarvi di non muovervi nello spazio e nei tempi degli investimenti come se fossero due variabili separate e indipendenti. Potreste contrastare la mancanza di diversificazione classica, quella collegata ai diversi spazi dei mercati mondiali che oggi purtroppo crescono e calano insieme, con la diversificazione nel tempo, e cioè allungando gli intervalli temporali con cui controllate l'andamento dei vostri risparmi. Basta un periodo corto, come si vede nella figura con i picchi temporali dopo le correzioni, e non vi sareste accorti della discesa repentina del marzo 2019. Certo è frustrante non poter controllare spesso, oppure controllare e non fare nulla (ancora più difficile), ma se vi guardate indietro vi accorgete che è produttivo. E' proficuo anche perché se decidete di entrare e uscire dai mercati con la liquidità in eccesso, invece di sottrarre decisioni ne aggiungete almeno due di nuove: la scelta del momento per entrare e quella del momento per uscire. Ho già cercato di mostrare che sottrarre scelte è invece più produttivo perché quante più ne aggiungete quanto più è probabile sbagliare: in questo caso il timing di ingresso-uscita.

Questa strategia di sottrazione delle scelte è tuttavia più facile a dirsi che a farsi per vari motivi. In primo luogo è contro-intuitivo che lo spazio delle scelte si trasformi nel tempo. Succede nel Parsifal, quando il cavaliere wagneriano Gurnemanz esclama: "Tu vedi, figlio mio, spazio qui diventa tempo". Ma quello è il tempo dei coraggiosi, quello di Ulisse quando decide preventivamente di farsi legare al palo della nave per sottrarsi al canto delle sirene. Nel nostro caso, la sirena è il desiderio frequente di controllo e legarsi al palo serve per contrastare, prevenendole, le azioni conseguenti al dolore dei cali temporanei. In questi casi il segreto è quello di Lawrence d'Arabia quando stupisce i colleghi ufficiali tenendo a lungo una mano su una fiamma. Quale è il segreto? gli domandano incuriositi. Risposta: "Non badarci". Quindi, a stretto rigore, possiamo controllare l'andamento delle borse anche molto spesso, basta però che non facciamo nulla: si guarda, ma non si tocca.

Però è troppo sbrigativo e troppo contro-intuitivo cavarsela così, perché il controllo frequente piace e trova fondamento nel fatto che le previsioni a breve sono per solito più esatte di quelle a lungo termine, quasi in ogni ambito dell'attività umana. Purtroppo i mercati finanziari costituiscono una rara eccezione. Il mio bravissimo collega e amico Marco Lo Conte ha provato a chiedere: "Metti che per il tuo lavoro hai la possibilità di ottenere una previsione molto accurata per il prossimo futuro. Ma a quando?". Solo il 44% ha scelto un intervallo di tre anni. Tutti gli altri hanno preferito intervalli più corti. Questa preferenza dipende dal fatto che per solito le previsioni a lungo termine sono inaffidabili, anche se qui viene promessa l'accuratezza. Inoltre in quasi tutti gli ambiti della vita prevalgono le scelte a breve termine. Ma, come ho mostrato più volte, in finanza vale il contrario: è il tempo che aggiusta le cose senza che voi facciate nulla. Mi ha fatto molto piacere che la Dott. Antonella Massari, Segretario Generale Aipb, nel ringraziarmi alla fine del mio libro "Oltre il tempo presente" (2021, e colgo l'occasione per ringraziare GAM), ne abbia colto perfettamente lo spirito ricordando il proverbio arabo da me citato: "Se stringi nel pugno la sabbia del deserto, non riuscirai a trattenerla. Se lasci aperta la tua mano, la tua mano si riempirà di sabbia". Fuor di metafora: se tu aspetti, avendo in mano quel semplicissimo portafoglio effetto della sottrazione totale di cui ho parlato sopra, allora col tempo il portafoglio produrrà i suoi frutti. Se invece cerchi di stringere la mano per cogliere i momenti esatti, il tuo portafoglio non ne trarrà benefici, anche se tu avrai in compenso la soddisfazione di un ingannevole controllo frequente dei tuoi investimenti a cui seguono degli interventi secondo te opportuni violando il dogma cruciale: si guarda ma non si tocca!

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.