

I maratonei dell'investimento



10 min.



La società di oggi si muove sempre più velocemente impiegando meno tempo in cose che forse ne richiederebbero di più. La tecnologia alimenta la voracità di immediatezza, ma può distorcere la percezione di un investitore sul tempo necessario per sviluppare competenze e metodo, oppure per gestire il rischio. Oggi gli investitori sono in grado di restare collegati col mercato a tempo pieno. I terminali portatili permettono di controllare il proprio portafoglio mentre ci si sposta in auto o in treno, mentre un account online consente di verificare l'andamento della propria posizione sin dal primo istante dopo l'acquisto. Questi account possono calcolare la performance relativa istantanea, con rendimenti giornalieri, settimanali, mensili, trimestrali e annuali. In breve, gli investitori possono verificare i prezzi dei loro titoli in ogni istante di ogni ora del giorno. Anche Wall Street è centrata sui risultati a brevissimo

termine. La ricerca si focalizza sugli utili societari trimestrali, su una crescita degli utili sostenibile nel tempo.

Hollywood ha costruito una sorta di cliché estetico dei gestori: parlano sempre a due telefoni contemporaneamente; prendono appunti, scrutano una sfilza di monitor e assumono espressioni afflitte ogni volta che sugli schermi compare il minimo calo del prezzo di un titolo. I mass media finanziari sfornano

una montagna di informazioni e commenti sui mercati alimentando la fame di informazione con i loro sensazionalismi. Per un giornalista il silenzio non è mai meglio di una parola. Periodicamente la stampa finanziaria pubblica classifiche dei risultati dei fondi che nel recente periodo hanno avuto la migliore performance. Questi vengono lodati dai commentatori finanziari, vengono pubblicate inserzioni ed articoli autopromozionali che attirano nuovi investimenti. I risparmiatori che intanto hanno aspettato per vedere quale fondo aveva la cosiddetta mano calda, si aggrappano a queste classifiche e le utilizzano largamente per distinguere i gestori considerati abili da quelli mediocri.

La psicologia dell'investimento

Le variazioni di prezzo nel breve termine non hanno molto a che vedere col reale valore del titolo, ma possono produrre

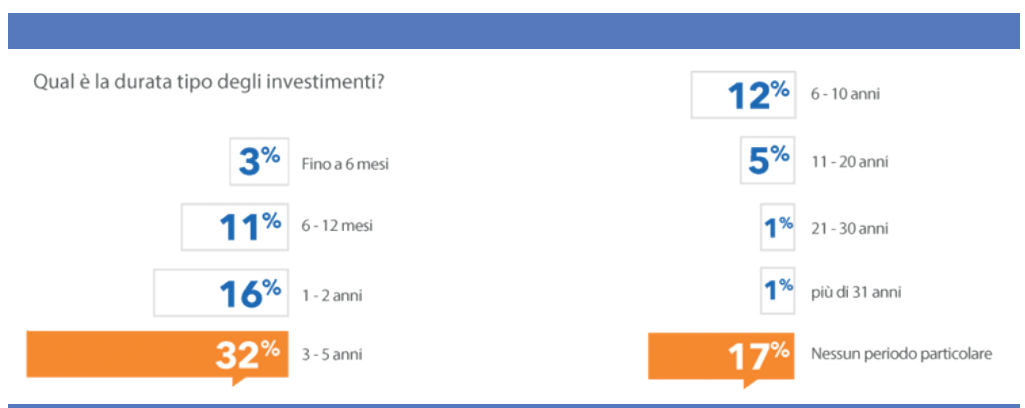


Figura 1: Qual è la durata tipo degli investimenti?

Per oltre il 60% degli italiani la durata tipo degli investimenti è inferiore ai 5 anni, indipendentemente dalla fascia di età dell'investitore.

Fonte: BlackRock Investor Pulse 2017

un grande turbamento emotivo.

Pochi aspetti dell'esistenza umana sono imbevuti dalle emozioni come il nostro rapporto col denaro. Molti dei fattori che alimentano le decisioni prese dalle persone al momento di acquistare dei titoli possono essere spiegati solo in termini di comportamento. E siccome il mercato, per definizione, è la somma delle decisioni individuali prese da tutti coloro che acquistano e vendono, non è esagerato affermare che l'intero mercato sia governato da forze di natura psicologica.

Ciò che più è allarmante è che spesso sono del tutto inconsapevoli delle loro pessime decisioni:

- l'eccesso di sicurezza nell'affidarsi ad informazioni che confermano ciò di cui sono già convinti, scartando quelle di segno opposto;
- il reagire esageratamente alle brutte notizie ed a prendere atto più lentamente di quelle buone (overreaction bias);
- l'avversione alle perdite unita all'elevata frequenza di valutazione della performance che alimenta lo stress derivante dalle micro variazioni di prezzo giornaliere (avversione miopica alla perdita);
- l'inganno dei lemming dalla tentazione di seguire tutto quello che fanno gli altri anche se non ha necessariamente un senso;
- l'illusione del controllo prendendo in esame ciò che è facile da misurare, ad esempio il continuo confronto di dati;
- l'effetto party nel valutare la performance del portafoglio in base alla loro visione dei risultati recenti.

In teoria si pensa che un aumento nella partecipazione alle attività di mercato associato a maggiori volumi di transazioni dovrebbe portare a più successi nell'individuazione del miglior prezzo e quindi della migliore performance.

In realtà, visto che la maggior parte degli operatori sono SPECULATORI e non INVESTITORI, aumenta la probabilità di as-



Massimo Milani

Massimo Milani, dal 2000 è Private Banker in Banca Fideuram. Consulente certificato Efpa, "Master in Financial Advising" presso l'Università di Siena, Financial Upgrade Education presso Imperial College London. Si occupa di pianificazione finanziaria, previdenziale ed assicurativa, wealth management, efficienza dei portafogli di investimento.

www.milani-privatebanker.it

info@milani-privatebanker.it

sistere all'esatto opposto: l'aumento delle transazioni a breve termine produrrà una differenza maggiore tra prezzo e valore reale, aumenterà il rumore del sistema e genererà picchi di volatilità dando voce a speranza, paura ed avidità.

Ci sono pochi dubbi sul fatto che tassi di rotazione elevati dei portafogli trasformino la maggior parte degli investitori in "polli da spennare" (W. Buffet), senza che possano beneficiarne.

Questa fissazione sui prezzi di breve termine ha diminuito il periodo medio di conservazione dei titoli. Tra il 1950 e il 1970, il periodo medio di conservazione dei titoli variava dai quattro agli otto anni, per cominciare a diminuire in maniera costante a partire dagli anni Settanta fino agli attuali 8,3 mesi.

Lo stesso vale per chi utilizza strumenti di risparmio gestito (fondi e sicav), dove il periodo di detenzione medio fatica a superare i 5 anni (vedere figura 1).

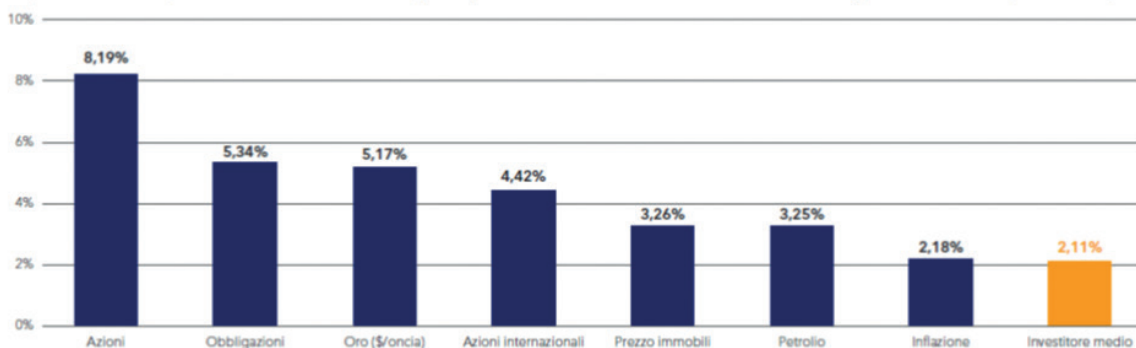
L'enfasi sul breve termine è salutare per gli investitori? No.

Negli ultimi 20 anni, i principali asset finanziari e reali hanno realizzato performance comprese tra il 2,18% e l'8,19% contro il 2,11% dell'investitore medio statunitense (vedere figura 2).

Non deve necessariamente andare così.

L'investitore medio guadagna molto meno delle principali asset class.

Rendimenti (calcolati in Usd) annualizzati ottenuti dalle principali asset class e dall'investitore medio negli ultimi 20 anni (1996-2015)



Fonte: Blackrock; Bloomberg; Informa Investment Solutions; Dalbar. Dati aggiornati al 31 dicembre 2015. Non è possibile investire direttamente in un indice. Il petrolio è rappresentato dall'indice che traccia l'andamento dei contratti futures NYMEX Sweet Crude, che prevedono lo scambio di 1.000 barili alla fine di ogni mese dell'anno. Il prezzo è indicato in dollari per barile. L'oro è rappresentato dal prezzo spot dell'oro quotato in dollari per oncia. Le azioni sono rappresentate dall'indice S&P 500 in dollari. Il prezzo degli immobili è rappresentato dal prezzo mediano al quale vengono venduti gli immobili esistenti (non di nuova costruzione) negli Stati Uniti ed è espresso in dollari. Le obbligazioni sono rappresentate dall'indice Barclays Capital USA Aggregate Bond Total Return in dollari. Le azioni internazionali sono rappresentate dall'indice MSCI Daily Total Return Gross EAFE in dollari. L'inflazione è rappresentata dall'indice dei prezzi al consumo urbani statunitensi. Il rendimento ottenuto dall'investitore medio è rappresentato dalla stima Dalbar sul tasso di rendimento medio dei portafogli, costruito in base ai flussi finanziari mensili da verso i fondi d'investimento statunitensi. I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI QUELLI FUTURI. I rendimenti sono calcolati in USD al lordo degli oneri fiscali.

Figura 2: Rendimenti \$ annualizzati ottenuti dalle principali asset class e dall'investitore medio negli ultimi 20 anni (2016-2015)

L'emotività può portare gli investitori a compiere scelte d'investimento non razionali. Negli ultimi 20 anni, l'investitore medio statunitense ha ottenuto un rendimento del 2,11% mentre i principali asset finanziari e reali hanno realizzato performance comprese tra il 2,18% e l'8,19%.

Fonte: Blackrock; Bloomberg; Informa Investment Solutions; Dalbar. Dati aggiornati al 31 dicembre 2015

Che cosa fa lo SPECULATORE?

- Acquista un titolo nella speranza che il prezzo salga
- Guarda il prezzo del titolo
- Scommette sul futuro
- Azzarda
- Vuole guadagnare tanto subito
- Basa le decisioni su teorie
- Si lascia coinvolgere emotivamente
- Valuta prima la possibilità di guadagno e poi la possibilità di perdita
- Ama il rischio
- Agisce su intuizione
- Agisce su speranze per il futuro
- Accetta (quasi) tutte le opportunità
- Credi di poter prevedere il mercato

Che cosa fa l'INVESTITORE?

- Acquista un titolo per partecipare al futuro della società
- Guarda i profitti della società
- Investe per il futuro
- Pianifica
- Investe per il lungo termine
- Basa le decisioni su attente analisi finanziarie
- È distaccato emotivamente
- Valuta prima la possibilità di perdita e poi la possibilità di guadagno
- Ha un'estrema attenzione al rischio
- Agisce su fatti concreti
- Agisce su fatti del presente
- Sceglie con calma soltanto le migliori opportunità
- È indifferente nei confronti del mercato

gura 3).

Peccato che le idee lente non siano difficili da capire, ma adottarle sia comunque più complesso che affidarsi a quelle ovvie e immediate. *“Se mi chiedete di valutare il rischio di Coca-Cola oggi e venderla domani, vi direi che è molto, molto elevato. Ma comprarla oggi per rivenderla tra dieci anni rappresenta una operazione a rischio zero”* W. Buffet.

W. Buffet nel 1988 fece il singolo maggior investimento effettuato dalla sua società la Berkshire sulle azioni Coca-Cola. Nel corso dei dieci anni successivi, il prezzo delle azioni aumentò di dieci volte, mentre l'indice S&P 500 di circa 3. Col senno di poi, potremmo pensare che fu uno degli investimenti più semplici, oltre che alla portata di qualsiasi investitore.

In diversi seminari tra investitori verso la fine degli anni novanta fu chiesto al pubblico quanti di loro avessero posseduto azioni Coca-Cola negli ultimi dieci anni. Praticamente tutti alzarono le mani. Quando fu chiesto loro quanti avessero avuto gli stessi utili di Buffet dagli investimenti in Coca-Cola, imbarazzati lentamente quasi tutti abbassarono le mani. Perché se furono in tanti a possedere quote di Co-

ca-Cola pochissimi ne ricavarono gli stessi utili? In quei dieci anni (1989-1998) Coca-Cola aveva ottenuto risultati superiori a quelli del mercato, ma su base annua aveva superato la Borsa solo in sei anni, per cui negli anni in cui rendevano meno molti decisero di venderle. W. Buffet ha recentemente acquisito il 9% di Cattolica Assicurazioni. Vedremo in quanti riusciranno ad imitarlo fino in fondo. J.M. Keynes durante la gestione del Chest Fund dal 1927 al 1946 ottenne risultati inferiori a quelli del mercato per un terzo di questo periodo. Nei primi tre anni ebbe una sotto-performance di 18 punti rispetto al mercato. Alla fine la per-

Figura 3: La differenza tra speculazione e investimento
Fonte: Value investing G.A. Ferrari - Hoepli

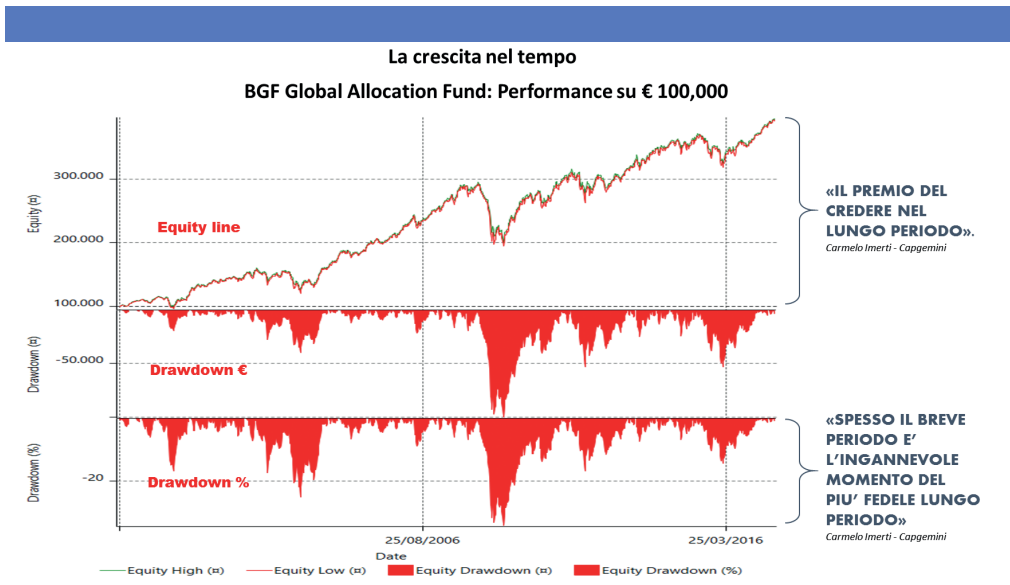


Figura 4: BGF Global Allocation Fund dati dal 24/01/1997 al 29/09/2017
«Spesso il breve periodo è l'ingannevole momento del più fedele lungo periodo». Carmelo Imerti – Caggemini.
Fonte: Rielaborazione dati con Multicharts

Il valore della pazienza

C'è una generale condivisione sul fatto che le attività a frequenza elevata si possono considerare speculative, mentre quelle che presuppongono periodi più lunghi sono forme d'investimento. Sia per lo speculatore che per l'investitore la variabile chiave è l'orizzonte temporale: lo SPECULATORE non ha pazienza e risolve l'incertezza sugli esiti rapidamente nel breve termine; l'INVESTITORE vive per essa ed è consapevole che "il tempo è il suo miglior alleato" (W. Buffet). Lo speculatore agisce da giocatore d'azzardo, l'investitore da imprenditore (vedere fi-

formance del fondo di Keynes fu del 9,1%, mentre il mercato britannico generale scese dell'1%.

Stessa storia per il Sequoia Fund fondato nel 1969 da W.J. Ruane. Per lungo tempo venne additato come il re della sottoperformance restando sotto l'indice S&P 500 per quattro anni di fila. Alla fine del 1974 aveva performato il 36% in meno dell'indice. Sette anni dopo la partenza il Sequoia Fund aveva guadagnato il 220% rispetto al 60% dell'indice S&P.

Per potere escludere che questi super investitori non siano altro che super eccezioni dobbiamo allargare le osservazioni. Il fondo BGF Global Allocation gestito dal team di Dennis Stattman, dal lancio nel 1997, ha realizzato un rendimento cumulato del 302,27% contro il 267,85% del suo benchmark. Il fondo MS Global Brands del team di William Lock dal lancio avvenuto nell'ottobre del 2000 ha prodotto una performance annua composta del 10.58% contro un 4.52% dell'indice. Sempre col senno di poi si potrebbe pensare sia stato tutto estremamente facile.

In realtà ben pochi di coloro che hanno acquistato questi due fondi (come per altri) hanno beneficiato di questi risultati.

"Tempo e pazienza sono due facce della stessa medaglia" (W. Buffet).

I pochi che sono riusciti a raggiungere queste performance hanno dovuto dimostrare pazienza e perseveranza ed essere pronti agli alti e bassi del mercato, conseguenza diretta della tendenza radicata di certe persone a speculare o scommettere. Per pronti si intende pronti psicologicamente, oltre che finanziariamente: non solo essere razionalmente consapevoli che un rovescio può verificarsi, ma disporre delle necessarie energie emotive per agire adeguatamente in quell'evenienza.

Proprio perché investire richiede pazienza e perseveranza è cosa saggia per gli investitori identificare il loro livello di sopportazione fin da subito, in modo da restare protagonisti delle proprie decisioni d'investimento (vedere figura 4).

Molte persone semplicemente non riescono a sopportare il disagio associato al calo dei prezzi dei titoli o a periodi di sottoperformance. Tuttavia se accettiamo il fatto che i prezzi non sono sempre il frutto di un processo razionale allora siamo liberi dall'abitudine.

Il mercato azionario è bipolare. A volte è incredibilmente entusiasta delle proiezioni future, mentre in altre è assurdamente depresso. Natu-

BGF GLOBAL ALLOCATION dal lancio al 01/10/2017

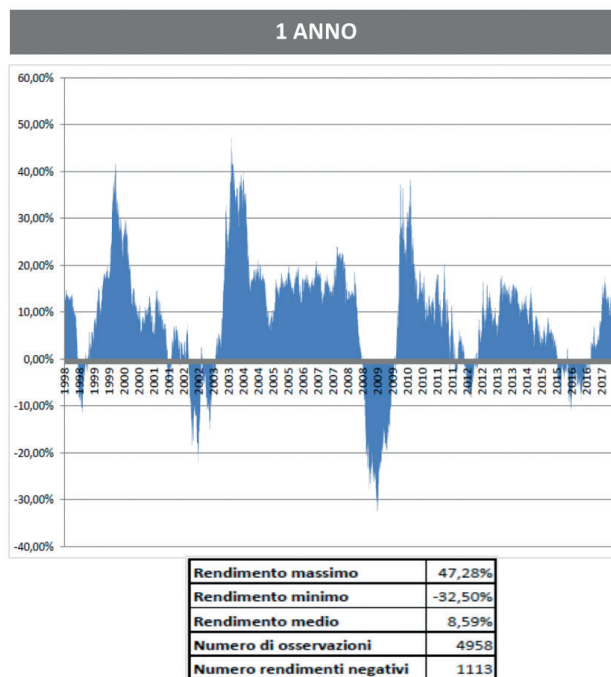


Figura 5A: Performance rolling a 1 anno. Osservazioni giornaliere BGF GLOBAL ALLOCATION LU0072462426 dal lancio al 1/10/2017

L'investitore fortunato avrebbe conseguito un +47,28%. L'investitore sfortunato un -32,50%. L'investitore medio un +8,59%. La frequenza di perdita è del 22%. La performance rolling con osservazioni giornaliere, analizza la performance con i vari possibili punti di ingresso giornalieri sull'arco temporale prescelto (in questo caso 1 anno). Se sul grafico rolling del prodotto si osservano risultati sopra lo zero, vuol dire che ci sono buone probabilità che il rendimento di quel prodotto tenuto per la durata del rolling prescelto abbia un esito positivo. Fonte: Rielaborazione dati con Multicharts

BGF GLOBAL ALLOCATION dal lancio al 01/10/2017

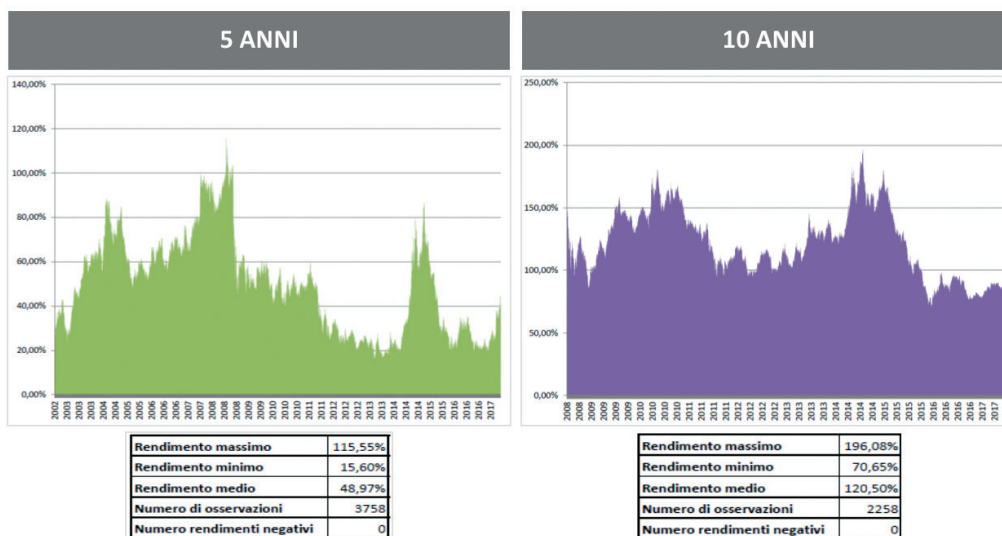


Figura 5B: Performance rolling a 5 e 10 anni. Osservazioni giornaliere BGF GLOBAL ALLOCATION LU0072462426 dal lancio al 1/10/2017

L'estensione dell'orizzonte temporale premia senza lasciare più rendimenti sul tavolo. Fonte: Rielaborazione dati con Multicharts

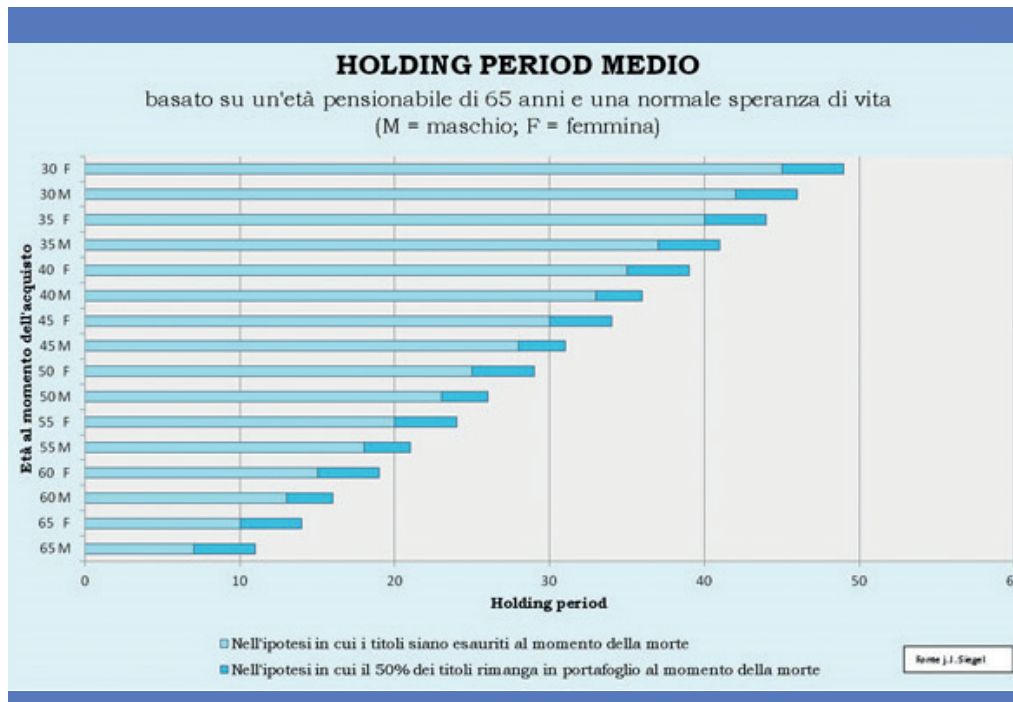


Figura 6: Holding period medio di attività finanziarie

La figura mostra l'holding period medio di attività finanziarie, classificato per sesso ed età, in cui l'investitore ha acquistato il primo portafoglio. Dal grafico si evidenzia che coloro che iniziano ad accumulare attività finanziarie a trent'anni le deterranno per periodi anche superiori a 40 anni. Anche coloro che iniziano ad accumulare risparmio intorno ai 65 anni hanno, comunque, holding periods fino a 20 anni. La speranza di vita oggi è intorno agli 82 anni per gli uomini e oltre 86 per le donne e circa 90 per uno dei due coniugi.

Fonte: Rendimenti finanziari e strategie d'investimento. Jeremy J. Siegel

ralmente, questo crea delle occasioni, soprattutto quando attività di pregio diventano disponibili a prezzi irragionevolmente bassi. Ma proprio come vi guardereste bene dall'accettare indicazioni da un consulente con un evidente disturbo bipolare, così non dovrete permettere che sia il mercato a condizionare le vostre azioni. La borsa non è un medico specializzato; esiste semplicemente per essere d'aiuto nelle operazioni di compravendita delle azioni di un titolo.

"Non dobbiamo lasciarci strangolare dal prezzo, questa misurata monodimensionale in grado di fuorviarci brutalmente. Se il prezzo di un titolo sale, immaginiamo che stia succedendo qualcosa di positivo; se comincia a scendere, pensiamo che stia accadendo qualcosa di brutto e ci comportiamo di conseguenza. E' un'abitudine mentale sterile che viene accentuata da un'altra: la valutazione dell'andamento sul breve periodo, che ci fa mettere le mani nei capelli non appena quello che vediamo non ci piace" W. Buffet.

Naturalmente se ci si ritrova con un titolo mal messo dovrete liberarvene altrimenti vi sobbarcherete il peso di un'attività con prestazioni inferiori alla media. Ma se invece possedete qualcosa con caratteristiche d'eccellenza, l'ultima cosa a cui dovrete pensare è vendere.

Questo approccio in stile bradipo alla gestione del portafoglio potrà sembrare strano a chi è abituato a un'attività regolare di compravendita, ma possiede due importanti vantaggi economici: riduce i costi delle transazioni e aumenta le performance grazie al differimento d'imposta sugli utili non realizzati.

In un mondo che punta sul brevissimo termine adattare questa strategia farà di voi una sorte di ribelle che si ritroverà ad affrontare uno schiacciante esercito nemico composto da individui che investono con modalità totalmente diverse dalle vostre. Ed essere emarginati può rappresentare una vera e propria sfida emotiva.

Tuttavia è sicuramente possibile imparare gradualmente a non farsi prendere dal panico o ad agire avventatamente in reazione ai capricci del mercato, anche se *"è straordinaria la resistenza che certe persone oppongono ad imparare le cose"* (C. Munger) e *"la cosa più sorprendente è quanto siano riluttanti a farlo anche quando imparare è nel loro interesse"* (W. Buffet).

Promemoria sull'importanza degli orizzonti temporali

Il rischio è strettamente legato all'orizzonte temporale di un investitore. La volatilità può certamente sembrare rischio sull'orizzonte temporale di un anno. Se acquistiamo un fondo oggi con l'intenzione di venderlo domani allora abbiamo avviato una transazione rischiosa. Le probabilità potrebbero non essere migliori di quelle del lancio di una moneta e si rischierebbe di perdere anche in maniera consistente, se non fortunati.

Analizzando la performance rolling su un periodo di detenzione di un anno del BGF Global Allocation Fund, con osservazioni giornaliere dal lancio, l'investitore partito nel giorno più fortunato avrebbe conseguito un +47,28%, quello sfortunato un -32,50% e l'investitore medio un +8,59%. La frequenza di perdita a 1 anno è stata del 22% (vedi figura 5A).

Se estendiamo l'orizzonte temporale a cinque anni la probabilità che si tratti di una transazione rischiosa diminuisce significativamente: non si osservano più rendimenti negativi. L'investitore partito nel giorno più sfortunato, ma che avesse mantenuto il fondo per un periodo di dieci anni avrebbe conseguito una performance del 70,65% (vedi figura 5B).

La variazione del tipo di esiti diventa decisamente più limitata man mano che l'orizzonte temporale si fa più esteso e si tende ad essere premiati per avere tollerato volatilità sul breve termine, senza lasciare più rendimenti sul tavolo.

L'orizzonte temporale degli investitori

I cambiamenti demografici in corso in tutto il mondo, ossia

l'aumento delle aspettative di vita e il calo dei tassi di fecondità, rappresentano un trend globale con importanti implicazioni per il comportamento d'investimento.

Tuttavia molti investitori si chiedono ancora se holding periods di dieci o venti anni siano rilevanti nei loro progetti di investimento. Orizzonti così lunghi sono molto più importanti di quanto la maggior parte ritenga.

Uno dei più grossi errori nel quale un investitore possa incorrere è sottostimare l'importanza dell'holding period. Normalmente si pensa per singolo titolo o fondo, in realtà l'holding period rilevante per l'allocation e la gestione del portafoglio è il tempo durante il quale l'investitore detiene azioni o obbligazioni o fondi, indipendentemente dagli assortimenti e dalle variazioni effettuate tra i singoli titoli o fondi. L'immagine 6 mostra che coloro che iniziano ad accumulare attività finanziarie a trent'anni le deterranno per periodi di 40 anni e oltre. Anche per molti pensionati l'holding period sarà superiore a 20 anni.

Esistono certamente persone che fanno bene a non investire quasi nulla per il lungo periodo semplicemente perché, per un motivo o per l'altro, non possono permetterselo. Ma la maggior parte avrebbe le carte in regola per guardare da qui a dieci anni e oltre.

Invece per diverse distorsioni comportamentali entrano ed escono dai fondi come se fossero sulla metro, sbagliando il timing e di fatto rinunciando ai guadagni del maratoneta.

Conclusione

Gli investitori, in qualità di clienti, si assumono un rischio quando affidano il loro denaro ai gestori per un periodo di tempo prolungato. Come imparare ad avere fiducia?

Metodo e disciplina.

Non è possibile speculare e investire contemporaneamente. Quando si sta investendo non è produttivo trasformarsi in speculatori e quando si è speculatori è pericoloso trasformarsi in investitori.

È bene decidere fin da subito da quale parte stare, ricordando che "il ritorno che gli INVESTITORI ottengono dai loro asset dipende in larga misura dall'accuratezza delle analisi, mentre

il ritorno di uno SPECULATORE dipende dalla dabbenaggine altrui" Pat Dorsey. Ecco perché in pochi nascono cassetisti e in tanti lo diventano forzatamente.

Solo così ci si può concentrare su una strategia chiara per conseguire i propri obiettivi.

Come ogni investitore sa bene, decidere il titolo o il fondo da acquistare è solo metà della storia; l'altra metà è la gestione del portafoglio nel tempo perché "il peggior nemico di un investitore non è il mercato, ma se stesso" B.Graham.

Analisi e selezione

La solidità del processo di investimento e della strategia di gestione del portafoglio dei gestori non sono tutte uguali (vedere figura 7).

Nella medicina, nello sport, negli affari e nell'investimento agiscono una combinazione di fortuna e abilità. L'unico modo per capire quale delle due prevalga è analizzare i risultati nel corso del tempo. Nel breve termine, la fortuna può giocare un suo ruolo, ma sarà il tempo a farci sapere se c'è sotto anche un pò di abilità. Ciò accadrà se l'orizzonte temporale è sufficientemente ampio.

"Trovare la propria strada è possibile; successo non è sinonimo di infallibilità. Significa piuttosto fare più cose giuste che cose sbagliate. Chiunque non sia convinto di questo non dovrebbe partecipare al gioco dell'investimento" W.Buffet. ©

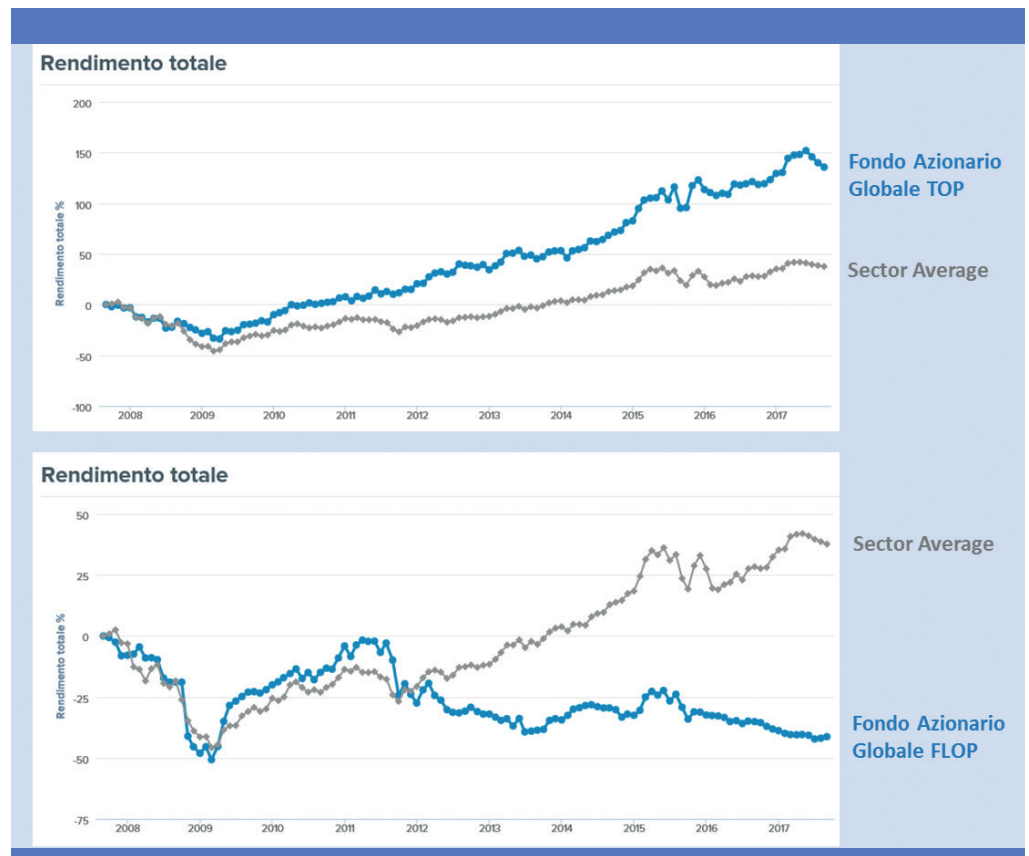


Figura 7: Esempio di performance a 120 mesi di 2 fondi azionari globali

Analisi e selezione sono importanti quanto un corretto uso del tempo. Nel breve termine, la fortuna può giocare un suo ruolo facendo conseguire risultati eclatanti, ma sarà il tempo a farci sapere se c'è sotto anche un pò di abilità. E ciò accadrà se l'orizzonte temporale è sufficientemente ampio.

Fonte: Citywire