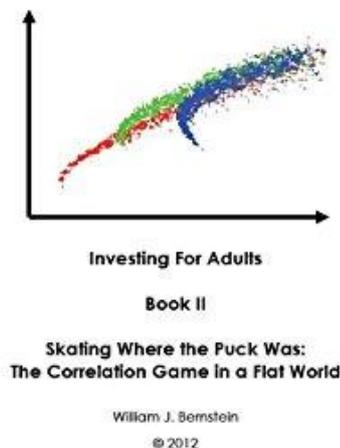


12 settembre 2017 11:02

Skating Where the Puck Was – The Correlation Game in a Flat World

di [Corrado Festa](#)



Un breve testo può offrire diverse idee interessanti. Abbiamo parlato di William Bernstein nel primo dei nostri [Inviti alla Lettura](#). Oggi presentiamo questo suo saggio, il secondo di una serie di tre¹ dedicata ad **Investitori Adulti**, lettori che già conoscono i temi fondamentali della gestione degli investimenti privati.

L'Autore vive a Portland, in Oregon, e probabilmente è appassionato di hockey, perché il titolo del saggio deriva da una frase di Wayne Gretzky, non molto noto da noi, ma uno dei più grandi giocatori di hockey di tutti i tempi: "Vado (pattino) dove il disco sta per andare, non dove il disco è appena stato". Quasi sempre invece, gli investitori, alla ricerca di asset class che garantiscano alti ritorni, bassa volatilità e scarsa correlazione con le altre categorie di beni, credono di identificare buone opportunità quando queste hanno ormai cessato di essere tali e quindi corrono dove il disco si trovava, ma non dove andrà.

Vediamo di spiegare meglio e prendiamo proprio il caso di **David Swensen**, di cui abbiamo parlato nell'Invito dedicato ad [Unconventional Success](#). Swensen abbandonò il paradigma azioni – bond, ricercò e trovò nuove asset class, poco liquide, **alternative** (hedge-fund, private equity, risorse naturali), ottenendo in questo modo venti anni di rendimenti eccellenti, con in più una volatilità minore rispetto allo S&P 500, perché i suoi investimenti erano anche poco correlati tra loro.

Tale fu il suo successo, che la sua strategia divenne un nuovo paradigma, il c.d. **Yale Model**. Tutte le principali fondazioni USA investono ormai su quelle stesse asset class, che sono coperte da molti prodotti liquidi, quotati, disponibili per il grande pubblico, cosicché chiunque può ormai utilizzarle per i propri investimenti. Risultato? Queste categorie di beni che erano "alternative" venti anni fa, non lo sono più ora, i loro rendimenti sono rientrati nella norma e si muovono con maggior correlazione rispetto alle asset class più tradizionali. Il pubblico e gli investitori istituzionali che hanno seguito l'esempio di Swensen sono andati dove il disco (cioè l'opportunità di trovare asset class vantaggiose) si trovava venti anni prima, ma non lo hanno più trovato.

Vuol forse dire che i risparmiatori sono arrivati in ritardo ed hanno perso un'opportunità? In realtà no, perché l'opportunità non l'hanno mai avuta, dato che nel 1997 (quando Swensen avviò la propria strategia) i prodotti per investire nelle asset class sulle quali puntò Yale semplicemente non esistevano. Il risparmiatore che avesse voluto investire sulle foreste per la produzione di legname avrebbe dovuto, con tutta probabilità, farsi carico di investire direttamente e personalmente in quantità "reali" di questo bene, non potendo farlo attraverso veicoli finanziari, quotati e liquidi. Se non fosse stato così, tali asset class non sarebbero state "alternative", non avrebbero potuto offrire extra-rendimenti e bassa correlazione.

Quando però le asset class alternative diventano **conosciute**, i vantaggi si riducono, come dimostrano i risultati della stessa Yale, che nei cinque anni dal 2007 al 2012 ha ottenuto appena l'1,23% annuo, contro un 3,69% ottenibile da una strategia indicizzata al 60% sullo S&P 500 ed al 40% sull'indice Barclays/Lehman Aggregate Mix. La storia dei mercati mostra molti casi di asset class che appaiono, in retrospettiva, delle chiare opportunità da non perdere. Nel periodo 1972-1990 l'indice delle **materie prime** (Goldman Sachs Commodity Index) mostrò un ritorno annuo del 16,26% (contro il 10,99% per lo S&P 500) ed addirittura una correlazione negativa con le azioni ed i titoli di stato USA. Con questi dati, fu del tutto inevitabile la corsa all'investimento in materie prime; i grandi fondi di investimento entrarono sul mercato dei future e la conseguenza fu che nel periodo 2005 – 2012, in cui il prezzo

delle materie prime quasi raddoppiò, una strategia basata sull'indice GSCI avrebbe reso all'incirca lo zero per cento.

Anche in questo caso, si può dire che i risparmiatori persero un'opportunità negli anni '70 e '80? In realtà non c'era stata alcuna opportunità, perché a quel tempo le materie prime non erano una asset class disponibile, su cui cioè poter investire attraverso titoli quotati e liquidi. Chi avesse voluto investire in quegli anni avrebbe dovuto farlo curando l'acquisto dei singoli future, tramite intermediari, oppure comprare fisicamente derrate alimentari, metalli e così via. Allorché le strategie di investimento sui future delle materie prime vennero impacchettate in fondi di investimento e rese disponibili al grande pubblico, i rendimenti fatalmente diminuirono ed addirittura in questo caso si invertì strutturalmente la relazione economica tra compratori e venditori di future

- Esula dal nostro scopo entrare qui in maggior dettaglio, ma a coloro che pensano di investire sulle materie prime raccomandiamo, se non lo hanno già fatto, di chiarirsi bene la differenza tra investire su materie prime ed investire su future di materie prime ed il significato dei termini *backwardation* e *contango*

Il saggio dà altri esempi di asset class che hanno avuto trend simili (le Small Cap, i REIT: fondi sul settore immobiliare) e nota che la categoria di beni che mostra di resistere meglio al proprio successo (nel senso che continua ad offrire benefici molto tempo dopo che questi sono diventati noti al grande pubblico) è quella delle **azioni Value**.

Noi però vogliamo soffermarci sull'altra faccia dei vantaggi che si ricercano in una asset class, quello della **correlazione**. Gli hedge fund, le materie prime e le altre categorie di beni di cui stiamo parlando hanno mostrato una riduzione dei rendimenti offerti contemporaneamente, quel che è peggio, all'aumento della correlazione con le altre asset class. Anche questo, nota Bernstein, è inevitabile: quando ad utilizzare i future delle materie prime erano quasi unicamente i produttori che volevano assicurarsi contro un calo dei prezzi era normale che i rendimenti associati alle commodity fossero disgiunti da quelli del mercato azionario. Lo stesso valeva quando, ad esempio, coloro che investivano sulla borsa del Brasile erano persone o istituti del tutto diversi da coloro che investivano sulla borsa della Turchia. Adesso però che chiunque può investire direttamente da casa propria su tutti questi beni (tramite un fondo dedicato alle Materie Prime oppure ai Mercati Emergenti) è inevitabile che la correlazione aumenti e che, soprattutto, nei momenti di crisi, scattino le vendite su tutte le asset class allo stesso momento. Motivo per il quale la correlazione viene a mancare proprio quando ce ne sarebbe più bisogno, cioè nei momenti di crisi dei mercati. Ne deriva che è illusorio fare affidamento sulla diversificazione per evitare le perdite nei momenti di grande ribasso dei mercati finanziari. Quando **valutiamo il grado di rischio dei nostri investimenti** è bene quindi non fare troppo affidamento sulla diversificazione ma piuttosto:

1. Conoscere la storia dei mercati e farsi un'idea del ribasso che avremmo subito durante grandi crisi, quali quelle del 1929 e del 2008
2. Chiedersi quale sarebbe la nostra situazione finanziaria in caso di ribassi di tali entità ed in caso di scenari macro-economici così negativi
3. Valutare se saremmo in grado di sostenere tali momenti: riusciremmo a rimanere fedeli alla nostra strategia o saremmo costretti, materialmente o psicologicamente, a vendere ed a farlo di conseguenza nel momento peggiore?²

Sembra a questo punto che emerga un quadro piuttosto scoraggiante: poche possibilità di trovare extra-rendimenti ed anche basse correlazioni, quindi aumento del rischio. Attenzione però, quando si parla di rischio è bene distinguere tra rischio di breve e di lungo termine, tra loro ben diversi:

- Breve termine: la perdita di valore del proprio portafoglio conseguente ad un andamento negativo dei mercati
- Lungo termine: una perdita permanente del proprio capitale ed il mancato raggiungimento dei propri obiettivi di investimento³

Quando una asset class diventa popolare quella che aumenta è la correlazione di **breve termine** con le altre categorie di beni, non necessariamente quella sul **lungo termine**: nei 10 anni che vanno dal 1999 al 2008 lo S&P 500 ha prodotto in totale una perdita del 13%, contro un guadagno del 251% per le azioni Value dei Mercati Emergenti⁴: questa sì che è diversificazione! Benché le asset class che inizialmente offrono extra-rendimenti con il tempo diventino popolari e non offrano più gli stessi vantaggi, questo non significa che tutte le categorie di beni

diano gli stessi risultati di lungo termine. Questo perché in fin dei conti diverse saranno le vicende e gli andamenti dei beni che esse rappresentano: ad esempio perché i rendimenti delle borse nazionali sono condizionati dallo sviluppo delle rispettive economie.

Nello stesso momento in cui siamo quindi consapevoli che è inutile cercare di andare *where the puck was*, non per questo dobbiamo rinunciare a definire una appropriata **Asset Allocation** ed una **strategia di investimento di lungo termine**. Fondamentale sarà avere la **disciplina** di applicarla nel tempo e la capacità di superare i momenti di crisi dei mercati.

Quali saranno, in questi momenti di crisi, le asset class più colpite? Per rispondere a questa domanda, Bernstein suggerisce, guardate a chi avete come compagni quando fate un certo investimento: saranno persone convinte di quello che fanno? Hanno mani forti per resistere agli imprevisti? O sono attirati da qualche moda e hanno mani deboli, che non resisteranno ai momenti difficili?

PS: scrivendo quest'ultimo periodo non posso evitare di pensare a quanto sta accadendo sui P.I.R.: quanto sono forti le mani di chi li sta acquistando? Quanto costoro hanno chiare le ragioni del proprio investimento?

Skating Where the Puck Was – The Correlation Game in a Flat World

- Autore: William J. Bernstein
- Editore: William J. Bernstein
- Anno: 2012

[1](#) La serie per Investitori Adulti è composta da tre saggi ("The Ages of Investor: A Critical Look at Life-Cycle Investing"; "Skating Where the Puck Was: the Correlation Game in a Flat World"; "Deep Risk: How History Informs Portfolio Design") ed un libro ("Rational Expectations. Asset Allocation for Investing Adults")

[2](#) I tre passi qui descritti non sono contenuti in "Skating Where the Puck Was" ma corrispondono, secondo chi scrive, al pensiero di Bernstein così come espresso in altri lavori. Lo riportiamo qui a beneficio dei lettori.

[3](#) Ai rischi di lungo termine dovuti ad eventi economico-politici di natura epocale è dedicato "Deep Risk: How History Informs Portfolio Design"

[4](#) Bernstein fa notare che nel 1999 era già possibile per il pubblico investire sulle azioni Value dei Mercati Emergenti, altrimenti l'esempio non sarebbe stato appropriato