

“IL TEMPO È TUO AMICO”

Dieci anni di mercati positivi hanno favorito la narrazione che la gestione passiva sia preferibile a quella attiva. Polarizzazione ideologica non più adatta a questi mercati

In un'azienda americana a elevata intensità tecnologica, sono stati installati nei vari locali e corridoi centinaia di micro-sensori. Registrano gli spostamenti delle persone, quali sale riunioni sono più utilizzate, quante persone vi si incontrano e cose così, le informazioni registrate danno indicazioni su come migliorare gli spazi di lavoro. I sensori collocati negli spazi della caffetteria hanno ad esempio registrato il curioso fenomeno di lunghe code in inizio mattina. Per snellire il momento di picco e servire più velocemente il caffè, la direzione ha assunto un barista part-time.

Due giorni dopo, Jason Zweig del Wall Street Journal riprendeva questa notizia e la commentava collegandola alla scomparsa di Jack Bogle: “è per notizie come queste che al mondo ci vorrebbero più Jack Bogle”.



“Se l'idea di perdere il 20% nel mercato azionario ti spaventa, non devi investire in azioni” John Clifton “Jack” Bogle, 1929-2019

L'intelligenza e la visione di John C. Bogle, uno dei grandi protagonisti della storia dell'asset management, giganteggiano sul management di quella società, ci volevano sensori e intelligenza artificiale, suggerisce Zweig, per capire che alla mattina si creano code per il caffè!

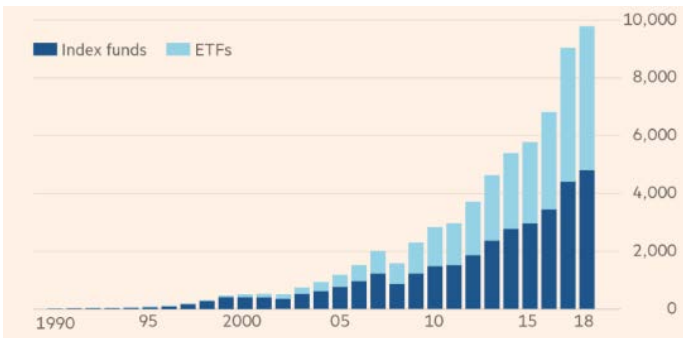
Visionario di grande talento, Bogle fu un uomo tenace e coraggioso nel difendere la sua intuizione di fondi di investimento indicizzati, la replica passiva di un indice era una novità incomprensibile, un'idea stramba quella di fondi che costavano meno ma che neppure ci provavano a fare meglio del mercato. I consulenti la liquidavano come un non-sense, quei pochi che avevano la pazienza di approfondire li consideravano di “serie B”, esplicitamente non performanti, come avrebbero potuto spiegare ai clienti una scelta rinunciataria già in partenza?

Con una dotazione modesta, undici milioni di dollari, nell'agosto del 1976 Bogle lanciò il primo fondo indicizzato alla borsa americana. L'idea gli era venuta dalla lettura di un articolo di Paul Samuelson pubblicato due anni prima sul Journal of Portfolio Management. In tre semplici pagine il premio Nobel metteva in dubbio l'efficacia della lotta che i gestori ingaggiavano con gli indici, “forse gestori capaci di battere il mercato in modo regolare esistono davvero” scriveva Samuelson “la logica suggerisce che esistano; ma si nascondono eccezionalmente bene”.

La semplicità, l'economicità e, diciamo, un decennio di mercati favorevoli, hanno decretato il successo dei fondi passivi. “Era una crociata” avrebbe detto Bogle molti anni dopo “se credi davvero in qualcosa, devi diventare un predicatore”. Quegli undici milioni di dollari di quaranta anni fa e rotti sono arrivati a sfiorare i dieci trilioni di dollari, i primi dieci maggiori fondi azionari del mondo sono passivi.



Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.



L'universo degli strumenti indicizzati si avvicina globalmente ai 10 trilioni di dollari. Fonte FT, 20 dic 2018.

Il concetto alla base della replica di un indice è intuitivo: la totalità degli investitori non può battere il mercato perché sono essi stessi il mercato. Eppure si tende a dimenticare che sono proprio i gestori attivi con le loro scelte ad abbattere le inefficienze.

Le dimensioni raggiunte dai fondi passivi e dagli ETF, la loro concentrazione in pochissimi gruppi, rischiano di alterare il mercato, "too big to trail", si potrebbe dire. Lo stesso Bogle era preoccupato per le dimensioni e la concentrazione del mercato. "Se questo storico trend continuasse" diceva appena pochi mesi fa, "un gruppetto di grandi investitori istituzionali potrebbe un giorno detenere il controllo di pressoché tutte le maggiori società americane".

Bogle sapeva cosa significa il controllo societario in mano a gestori passivi che, a differenza dei colleghi attivi, sono poco interessati a spronare le società a cambiare o migliorare le loro strategie poiché i risultati delle singole società non influenzano la performance.

Nel 2005 un entusiasta Paul Samuelson paragonò l'approccio passivo "all'invenzione della ruota, dell'alfabeto, dei caratteri di stampa di Gutenberg, del vino e del formaggio".

Per il professore, che al MIT aveva l'ufficio contiguo a quelli di Franco Modigliani e Robert Solow (inarrivabile concentrazione di Nobel per metro quadro), la bontà delle strategie passive è paragonabile a quella del vino e del formaggio.

Vino e formaggio completano e valorizzano la cena, ma non la fanno. Fuor di metafora, l'ecosistema è profondamente cambiato e nonostante gli scenari siano sempre diversi, non cambiano le regole, la differenziazione fa sempre la differenza.

Nel 1979 il settimanale Businessweek dedicò la copertina alla scomparsa delle azioni. La grande inflazione degli anni '70 aveva schiacciato il rendimento medio annuo a meno del 6%, mentre il rendimento delle obbligazioni di alta qualità viaggiava intorno all'11%. Il settimanale americano raccontava che alcuni investitori istituzionali avevano deciso di sostituire parte dell'esposizione azionaria con investimenti non tradizionali, metalli preziosi o oggetti d'arte, più resistenti all'inflazione.



Nell'ultimo decennio si è formata una nuova narrazione, che la gestione passiva sia preferibile a quella attiva, punto. Nel 2017, con un mercato da anni positivo, qualcuno aveva addirittura immaginato la scomparsa della gestione attiva. Una rappresentazione fuorviante che non considera la variabile del tempo e se non si tiene conto della ciclicità dei fenomeni finanziari si rischiano affermazioni dogmatiche e altrettanto fallaci. La notizia della scomparsa della gestione attiva è fortemente esagerata avrebbe detto Mark Twain, proprio come si rivelò del tutto sbagliata la copertina di Businessweek che non aveva tenuto conto della ciclicità del fenomeno dell'inflazione, debellato nel decennio seguente.

Mercati positivi dal 2009 hanno favorito le strategie passive ma il 2018 ha già registrato punti di svolta da tenere d'occhio. La polarizzazione pregiudiziale tra strategie passive e attive rischia di danneggiare portafogli costruiti sul dogma e non sull'approccio sperimentale che, semmai, suggerisce entrambi gli approcci nel medesimo portafoglio.



Vincenzo Campi, Mangiatori di ricotta (1580). Il 15 novembre 2005 parlando alla Boston Security Analysts Society, Paul Samuelson paragonò l'intuizione dei fondi passivi all'invenzione "della ruota, della stampa, del vino e del formaggio"

Nella sua "lista dei desideri per il 2019", Larry Hatheway di GAM si augura che "investitori, asset manager, giornalisti ed esperti di mercato lascino perdere il logoro dibattito di 'attivo vs. passivo' e ammettano che quando si tratta delle decisioni di investimento più importanti, siamo tutti attivi".

Se siamo d'accordo che nella costruzione del portafoglio l'asset allocation strategica sia la prima e più importante decisione, quali siano i singoli mattoni che la compongono, se attivi o indicizzati, appartiene alle decisioni di secondo ordine.

Mercati efficienti possono essere rappresentati anche da strumenti indicizzati, ma su classi di attivo meno liquide e più complesse, ad esempio le obbligazioni societarie sia IG che High Yield, è preferibile un approccio attivo.

"Non cercare l'ago nel pagliaio, compra l'intero pagliaio" è uno dei celebri motti di Bogle che esalta il valore della diversificazione, ma i pagliai sono molto cambiati, i rendimenti si sono strutturalmente abbassati e con l'aumento della volatilità tendono a disperdersi nella scala e concentrarsi nel numero di titoli. Nel "momento emotivo" di questo avvio d'anno i mercati si fanno più volatili, più indecisi nella direzione da prendere. E' bene che i portafogli approfittino dei benefici dei beta di mercato come degli alpha idiosincratici della gestione attiva e degli strumenti flessibili. Mercati privi di direzione non sono promettenti in sé, sono promettenti i "winner" che i gestori attivi cercano di individuare.

"Il tempo è tuo amico, il tuo nemico l'impeto" scriveva Bogle nel suo libro opportunamente intitolato "The clash of cultures: investments vs. speculation", in effetti il tempo è la grande variabile che divide due mondi opposti e inconciliabili, quello dell'investimento e quello della speculazione.

I grandi investitori sono stati, e sono, profondamente convinti dell'importanza della pazienza, dei tempi lunghi che alla fine hanno ragione dell'emotività. Un convincimento talmente radicato che molti di loro hanno messo in pratica alla lettera: Bogle ci ha lasciato a quasi 90 anni, Philip Fisher, padre dell'investimento "growth", morì a 97 anni, Irving Kahn, che fu assistente di Graham e grande investitore lui stesso, morì a 110 anni, lo stesso Graham scomparve a 82 anni.

D'accordo, correlazione non significa causazione, però, per non sbagliare, sembra raccomandabile credere nelle virtù dell'investimento nel lungo termine!

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.