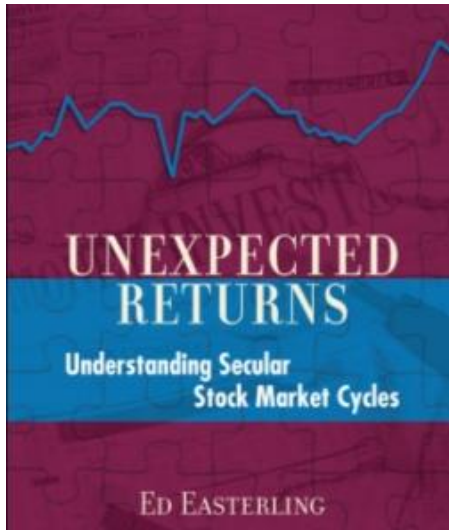


21 marzo 2017 16:16

Unexpected Returns

di [Corrado Festa](#)

Nell'Invito alla Lettura dedicato a "A spasso per Wall Street

(http://investire.aduc.it/libri/spasso+wall+street+tutti+segreti+investire+successo_25445.php)" abbiamo incontrato la tesi secondo cui è impossibile prevedere l'andamento dei mercati, dalla quale segue che è preferibile: 1) seguire la logica di investimento passiva; 2) applicare una strategia buy and hold, cioè di investire su indici di mercato e mantenere le posizioni su periodi lunghi di tempo (un po' quello che in Italia veniva definita la logica del cassetista, anche se al tempo ci si riferiva all'investimento su singoli titoli, non su indici azionari).

Entrambi gli elementi si basano sulla considerazione che, sul lungo periodo, gli investimenti azionari sono quasi sempre positivi, per cui lo scopo della strategia consigliata è di raccogliere i rendimenti che il mercato naturalmente fornisce, come cavalcare l'onda del mercato. È però sull'aspetto del "lungo periodo" che il libro Unexpected Returns si concentra, per affermare che una strategia come quella proposta da Malkiel non è sempre quella consigliabile.

Alcune considerazioni preliminari prima di entrare nel merito: il libro purtroppo non è disponibile in italiano, ma lo presento lo stesso ai lettori ADUC, anche perché fa riferimento ad un sito ([Crestmont Research](#)) ricco di materiale utile e presentato in modo efficace. Il libro ha secondo me due limiti: 1) è molto ricco in termini di analisi ma piuttosto povero in quanto a indicazioni pratiche per i risparmiatori. In pratica raccomanda di investire in hedge fund, cosa che proprio non consiglierei a nessuno che non abbia uno staff di persone dedicato ad analizzare e valutare l'operato dei vari fondi di questo tipo operanti sul mercato (proprio quello che fanno i fondi di dotazione delle grandi università negli Stati Uniti); 2) sostiene, con ricchezza di argomenti, che il mercato è in una fase di ribasso secolare, ma in pratica prende in considerazione il solo mercato azionario USA, senza per nulla considerare che, nello stesso momento, diversi mercati borsistici possono attraversare diverse fasi e che quindi, anche per l'investitore americano, è possibile in ogni momento selezionare mercati che presentino rendimenti attesi soddisfacenti.

Detto ciò, il libro è appunto molto ricco di accurate analisi ed interpretazioni dell'andamento di lungo termine del mercato azionario (USA), costruisce interessanti modelli predittivi che legano tra loro variabili economiche e finanziarie; in sintesi, mette certamente in grado il lettore (che abbia sufficiente tempo ed attenzione da dedicargli) di sviluppare una miglior comprensione delle dinamiche sottostanti alle fasi di rialzo e di ribasso borsistico e dei rapporti che legano tra loro le variabili macro-economiche e finanziarie.

L'Autore nota che il mantra dell'investimento azionario è che "nel lungo termine" i rendimenti azionari sono positivi, per cui il risparmiatore deve soprattutto tenere fermi i propri investimenti azionari e lasciare che il tempo faccia il proprio lavoro a suo favore. Ma cosa significa esattamente "lungo termine"? E qual è il modo giusto di rappresentare i rendimenti storici azionari? Qualsiasi periodo noi utilizziamo sarà comunque una nostra scelta ed il rendimento che presenteremo sarà inevitabilmente condizionato dal fatto di essere riferito ad un periodo con un inizio ed una fine in qualche modo arbitrariamente definiti. Per superare questo limite, l'Autore presenta una matrice, detta Stock Market Matrix, che riporta i rendimenti relativi a tutti i possibili periodi (con unità di misura l'anno) dal 1900 al 2003 (una versione aggiornata è disponibile [qui](#)): più di 5.000 combinazioni analizzate! La matrice ha il pregio di dare, grazie ai colori utilizzati, una visione intuitiva della dinamica dei rendimenti di borsa su

diversi periodi di tempo e nei diversi periodi storici. In questo modo chiunque può raffigurarsi quali sarebbero stati i rendimenti ottenuti investendo in un qualsiasi possibile lasso di tempo.

L'analisi dei rendimenti di lungo periodo porta l'Autore a notare che l'affermazione che le azioni hanno sempre rendimenti positivi sul lungo termine cela una realtà più complessa: esistono cicli di lungo termine (Secular cycles) che si alternano, rialzisti ("Bull") e ribassisti ("Bear"). I cicli rialzisti iniziano con un livello delle quotazioni (rappresentato dal rapporto Prezzo/Utili) basso e terminano con un P/U alto, viceversa per i cicli ribassisti. Vediamo questa alternanza:

Ciclo di Mercato		Fase	# Anni	Rapporto P/U		Variazione %
Da	A			Iniziale	Finale	
1901	1920	Bear	20	23	5	2%
1921	1928	Bull	8	5	22	317%
1929	1932	Bear	4	28	8	-80%
1933	1936	Bull	4	11	19	200%
1937	1941	Bear	5	19	12	-38%
1942	1965	Bull	24	9	23	774%
1966	1981	Bear	16	21	9	-10%
1982	1999	Bull	18	7	42	1214%
2000		Bear		42		-3%

Tratto da: Ed Easterling, *Unexpected Returns*, Cypress House, 2005

In totale, i rendimenti annui sono stati negativi (pari al -4,2% annuo) nei periodi ribassisti e molto positivi, (+ 14,6% annuo) nei periodi rialzisti. Questi cicli non corrispondono all'andamento economico generale; l'Autore mostra che non c'è un collegamento tra la crescita del Prodotto Interno Lordo ed i rendimenti azionari. È facile invece notare che è il livello delle quotazioni che segna l'alternarsi dei cicli. Come è intuitivo, un ciclo rialzista si può aprire solo quando le quotazioni hanno raggiunto un livello molto basso, mentre un ciclo ribassista segue inevitabilmente un P/U particolarmente elevato. Questo di per sé è abbastanza evidente, ma la domanda diventa allora *quando* il rapporto Prezzo/Utili inverte il proprio cammino? Qual è la variabile che possiamo utilizzare per prevedere quando il ciclo si invertirà?

Secondo *Unexpected Returns* è l'*inflazione* tale variabile predittiva del livello delle quotazioni e quindi dell'alternarsi dei cicli di borsa; inflazione che è quindi l'anello di congiunzione tra economia e borsa. In che modo questo avviene? In sintesi: un'inflazione su livelli normali (intorno al 2-3%) porta alla crescita del rapporto Prezzo/Utili, mentre sia un'inflazione alta che un avvicinarsi alla deflazione fanno diminuire, seppure per motivi diversi, il rapporto stesso e quindi il livello delle quotazioni.

Di conseguenza chi vuole fare previsioni sull'evoluzione del mercato deve prima di tutto concentrarsi sull'andamento dell'inflazione e cercare di anticiparne l'evoluzione, le altre variabili in gioco essendo o (nel caso del rapporto Prezzo/Utili) influenzate dall'inflazione oppure (nel caso della crescita del PIL e quindi degli utili aziendali) abbastanza stabili e prevedibili su orizzonti di tempo lunghi.

Il gioco di queste variabili che, a partire dall'inflazione, giungono a determinare il livello delle quotazioni, è riassunto in un modello chiamato *Financial Physics*. Il modello è disponibile su Crestmontresearch.com (andate alla slide 17 della presentazione): al di là dell'impatto iniziale che può apparire ostico, il modello rappresenta un buon meccanismo di comprensione delle dinamiche economiche e di borsa. Chi ha voglia di dedicarci del tempo, non ne sarà deluso e ne guadagnerà in termini di comprensione del significato degli indicatori finanziari.

Tornando a noi, al di là di fare pratica su come le variabili in gioco si influenzano, qual è l'insegnamento che il libro vuole darci per la gestione dei risparmi? Qui torniamo al punto iniziale: l'approccio passivo e buy-and-hold è valido solo nei periodi *rialzisti*. In questi periodi si può con successo seguire l'approccio all'investimento di *Relative Return*, si può cioè mirare, tramite l'utilizzo di fondi indicizzati, a trarre beneficio dal movimento al rialzo del mercato, semplicemente facendosi trasportare dalla corrente. *Relative Return* significa appunto che in queste strategie il rendimento ottenuto sarà valutato relativamente all'andamento del mercato.

Tale approccio non è più valido nei periodi di *ribassisti*: in questi periodi attendere di trarre beneficio dai rialzi di borsa può anche voler dire subire rendimenti negativi o prossimi allo zero per periodi di molti anni: chi fosse entrato nella borsa USA nel 1966, dopo 16 anni (un periodo di tempo lunghissimo per l'investitore privato) avrebbe ancora avuto un rendimento negativo del 10%. In questi periodi è necessario un approccio molto più attivo, di *Absolute Return*, che vede l'attività di investimento simile alla gestione di un business, il cui obiettivo è produrre utili in qualsiasi scenario. I gestori che seguono tale approccio sono valutati sulla capacità di produrre utili quali che siano

le condizioni del mercato. A questo scopo l'Autore propone l'utilizzo degli Hedge Fund e, come detto, la sua tesi è ben argomentata in termini teorici, ma non molto utile per gli investitori privati, né a dire il vero sostanziata da fatti, in quanto non sono riportate statistiche che mostrino la superiorità dei risultati raggiunti da strategie di Absolute Return durante i cicli di lungo termine ribassisti.

Credo che in fondo questo ci possa anche interessare poco. Gli insegnamenti del libro sull'alternarsi di cicli rialzisti e ribassisti e sulle variabili che li determinano restano utili e per fortuna noi abbiamo un altro e semplice modo per trarne beneficio. Fermo restando infatti che investire su mercati con un livello di quotazioni elevato ha necessariamente rendimenti attesi di lungo termine limitati, quando non negativi (verità intuitiva molto importante spesso non abbastanza considerata), possiamo semplicemente ricorrere alla diversificazione internazionale per scegliere i mercati con livelli di quotazioni più favorevoli. Come detto infatti, Unexpected Returns si concentra sui cicli della borsa USA, ma i cicli di borsa non hanno andamento simultaneo su tutti i mercati, come facilmente osservabile confrontando il rapporto Prezzo / Utili sugli ETF che replicano gli indici di diversi mercati nazionali. Quindi, in sintesi, possiamo fare tesoro dell'analisi del libro ma, invece di investire su hedge fund, tenere bene a mente che è preferibile investire su mercati con un livello di quotazioni favorevole.

Unexpected Returns

Understanding Secular Stock Market Cycles

- Autore: Ed Easterling
- Editore: Cypress House
- Anno: 2005
- Sito web: www.crestmontresearch.com