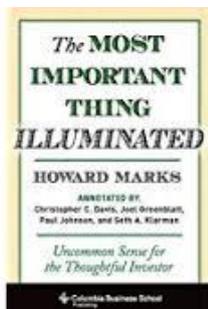


2 maggio 2017 15:45

The Most Important Thing - Illuminated

di [Corrado Festa](#)



The Most Important Thing non è un libro che contenga indicazioni pratiche su come comportarsi nella gestione dei propri investimenti, ma una descrizione della filosofia di investimento dell'Autore, così come esplicitata nelle note che, nel corso degli anni, Howard Marks ha inviato ai propri clienti. Il libro è prevalentemente scritto nell'ottica di un investitore istituzionale (Marks è fondatore di un'affermata società di Investment Management) e parte delle sue riflessioni non sono direttamente applicabili all'investitore medio (in particolare tutte quelle relative alla valutazione degli strumenti azionari ed obbligazionari, che sono alla portata solamente di analisti finanziari professionisti), ma rappresenta comunque una lettura utile per approcciare gli investimenti con una adeguata comprensione dei mercati e delle loro logiche di funzionamento.

Io ho letto l'edizione più recente del libro e devo dire che l'idea di annotare il libro con il commento di altri autori ed esperti di investimenti non mi ha entusiasmato. A volte i commenti aggiungono un reale contenuto; più spesso si limitano a sottolineare la bontà dei concetti espressi nel testo, suonando così piuttosto vacui.

Sono molte le "cose più importanti" trattate nel libro; qui di seguito mi concentrerò sul rischio, che è considerato dall'Autore l'argomento più importante e che inoltre ben si presta a esemplificare la filosofia di investimento descritta ed il tipo di riflessioni contenute nel libro.

Venendo dunque al rischio, Howard Marks propugna uno stile di investimento cauto, attento a limitare il rischio... due aree nelle quali ha operato con notevole successo sono quelle dei titoli High Yield e delle obbligazioni di aziende in situazione di crisi finanziaria (c.d. distressed debt).

Se le due affermazioni vi sembrano in palese contraddizione posso capirlo, ma non siete nel giusto; qui veniamo subito ad uno dei concetti chiave del libro e della filosofia di investimento presentata: *il rischio di un investimento non dipende dal bene che si acquista, ma dal prezzo che si paga per acquistarlo.*

Il prezzo pagato è ciò che determina il livello di rischio di un investimento, non la natura del bene acquistato: i titoli High Yield o addirittura quelli emessi da società in crisi possono quindi essere investimenti con basso livello di rischio, se acquistati a prezzi molto inferiori al loro valore (cosa naturalmente che sottintende la possibilità e la capacità di condurre una valutazione corretta). In questi casi si potrà persino soddisfare uno dei requisiti fondamentali di un investimento prudente, l'esistenza cioè di un margine di sicurezza (Margin of Safety, nella definizione di Benjamin Graham, il primo autore che negli anni '30 trattò in modo sistematico di strategie di investimento), che si ottiene quando si riesce a pagare, per acquistare un titolo, un prezzo che sia inferiore a quanto ottenibile nella peggiore delle ipotesi, quella di liquidazione e vendita dei beni di un'azienda.

Vediamo altri due casi nei quali la valutazione della rischiosità, o meglio, della bontà, di un investimento prescinde (a torto) dal prezzo:

- In passato Moody's definiva i bond con rating pari a "B" come quei bond che "non hanno le caratteristiche proprie di un investimento attraente". Quindi, secondo tale definizione, queste obbligazioni non erano un buon investimento in ogni caso, indipendentemente dal loro prezzo; cosa che evidentemente non può avere molto senso.
- Negli anni '60, la banca per cui Marks lavorava investiva nelle aziende USA con la miglior reputazione (le c.d. [Nifty Fifty](#), aziende come Polaroid, Texas Instruments, Walmart, GE, Xerox). Una volta che la loro prospettive di business fossero state considerate solide, la strategia era di comprarne le azioni, indipendentemente dal prezzo. La qualità dell'azienda era ciò che contava, non il prezzo pagato, persino quando le valutazioni raggiunsero livelli di Price / Earning⁽¹⁾ pari a 80 o 90. All'inizio degli anni '70, con lo choc petrolifero ed il ribasso della borsa, lo S&P 500 perse il 40% in due anni e le azioni su cui la banca aveva investito scesero fino a rapporti Prezzo / Utili inferiori a 10. Aziende di qualità si rivelarono quindi

investimenti estremamente rischiosi.

Il rischio di un investimento è considerato intrinsecamente legato al prezzo:

- Rischio e bassi rendimenti sono due cose collegate, sono due facce della stessa medaglia, entrambe derivano dall'aver pagato un prezzo troppo elevato. Questo è un'affermazione inusuale, ma molto esatta: la possibilità di una perdita è intrinsecamente legata all'aver originariamente pagato un prezzo troppo alto.
- La rischiosità dei mercati aumenta quando le cose vanno bene (al contrario di ciò che i più pensano) e si materializza durante le fasi di recessione
- Una delle strategie più rischiose è andare in cerca di rendimenti più alti, nel caso in cui i rendimenti dei titoli privi di rischio siano bassi. Questa è la situazione in cui siamo attualmente e l'Autore nota che molti investitori si spostano verso destra lungo la Linea del Mercato dei Capitali e si assumono livelli di rischio crescenti, senza esserne consapevoli e scambiando rendimenti attesi con risultati sicuri. Come si vede nella figura in basso, **le azioni delle banche centrali (Quantitative Easing) hanno causato un abbassamento ed appiattimento della Linea del mercato dei capitali**

- Non è detto che un investimento più rischioso porti un rendimento più alto, altrimenti non sarebbe più rischioso!

Come vedete molte delle osservazioni di Marks tendono ad essere controintuitive: tale è la natura di molti fenomeni nel campo degli investimenti. Decisioni efficaci non possono fermarsi all'apparenza, ma devono andare un passo oltre, cosa che rende arduo riuscire ad essere bravi investitori.

In tal senso gioca anche il fatto che le decisioni di investimento sono relative al futuro, il quale è dominato da incertezza e casualità. L'Autore si rifà espressamente al libro Giocati dal caso di Taleb ed enfatizza il concetto di storie alternative, eventi che avrebbero potuto verificarsi ma non lo fecero e che a posteriori tendiamo a non prendere per nulla in considerazione. Tendiamo a dare per scontato che ciò che è accaduto era l'unica possibilità esistente sin dall'inizio. Quante volte abbiamo quindi corso gravi rischi senza rendercene conto e senza che questi si materializzassero? Il fatto che nulla sia accaduto consente di valutare come giusta e prudente la decisione originaria, oppure è stato tutto un gioco del caso? La comprensione della casualità degli eventi e della possibilità di eventi improbabili o estremi è una delle aree più elusive per chi si occupa di investimenti, fondamentale per essere un buon investitore.

In termini di risultati, il buon investitore è colui che riesce a far meglio del mercato, visto che chiunque può ottenere il rendimento di mercato, semplicemente acquistando un fondo passivo (temo che in realtà per la maggior parte degli investitori individuali, in Italia come negli USA, ottenere il rendimento medio di mercato costituisca già un ottimo traguardo). Ci sono due modi per fare meglio del mercato:

- Aggressivo: perdere quanto il mercato negli anni negativi e fare meglio in quelli positivi
- Conservativo: essere vicini alla media negli anni positivi e fare molto meglio in quelli negativi

Marks persegue la seconda strada, prudente, che ha come priorità:

1. La riduzione del rischio per i clienti.

La deviazione standard è una buona misura sintetica rappresentativa della volatilità di un titolo, ma Marks nota di non avere mai incontrato nessuno che si preoccupi davvero della volatilità delle quotazioni. Ciò che tutti temono è la perdita permanente di capitale: questa è una migliore definizione di cosa è il rischio

2. Attraverso la individuazione di asset acquistabili a prezzo conveniente.

Ciò che conta è il prezzo che si paga confrontato con il valore di un bene, non le previsioni di futuri utili o

trend di borsa. Le uniche previsioni macroeconomiche davvero utili per guadagnare sugli investimenti sono quelle che anticipano eventi estremi, ma nessuno è in grado di farle in modo continuativo. È invece possibile ed importante capire in quale momento del ciclo economici ci si trova.

3. Preferendo andare contro le opinioni comuni.

Non facile a pensare ed ancor meno a metter in pratica: un prezzo gonfiato non è detto che cali domani ed anzi un trend di crescita speculativa può protrarsi a lungo, in modo penoso per chi pretende di rimanerne fuori.

Sono molte le cose definite "più importanti" nel libro, (in tutto 19), ma quelle appena evidenziate sono le tre che l'Autore stesso dichiara essere davvero fondamentali.

***The Most Important Thing – Illuminated
Uncommon Sense for the Thoughtful Investor***

- Autore: Howard Marks
- Editore: Columbia University Press
- Anno: 2013

(1) Il valore storico medio del rapporto Prezzo / Utili nella borsa USA è intorno a 17-18. Sul rapporto Prezzo / Utili si rimanda agli Inviti alla Lettura di "Euforia Irrazionale (http://www.aduc.it/articolo/euforia+irrazionale+alti+bassi+borsa_24966.php)" e "Unexpected Returns (http://www.aduc.it/articolo/unexpected+returns_25807.php)"