

7 novembre 2017 11:20

Due o tre cose che ho imparato sui mercati finanziari (e su come guadagnarci)

di [Alessandro Pedone](#)



Sono circa venti anni che studio il comportamento dei mercati finanziari e degli investitori, per interesse personale prima e per interesse professionale negli ultimi 15 anni. Ho letto svariate centinaia di *paper* accademici, diverse decine di libri ma – soprattutto – ho analizzato migliaia di dati realizzando centinaia di fogli di calcolo. Ho pensato di riassumere in questo articolo i concetti più importanti che ad oggi considero “verità acquisite” ed utilizzo per tutte le strategie d’investimento che propongo ai miei clienti.

I mercati finanziari non sono semplicemente rischiosi, ma incerti.

L’economista Frank Knight ha proposto una distinzione importante fra rischio ed incertezza: il rischio è misurabile, l’incertezza no. In finanza si usa tantissimo la matematica ed in particolare la statistica. In genere si esprime il rischio degli investimenti finanziari in termini numerici. Se si è esperti, questi numeri non traggono in inganno, ma se non si ha una sufficiente preparazione si corre il rischio di “credere” in questi numeri che non esprimono assolutamente la realtà dei rischi che stiamo correndo.

Bisogna prendere atto, una volta per tutte, che i mercati finanziari non sono fenomeni fisici come il moto browniano che tanto ha ispirato la ricerca accademica sulle variazioni dei prezzi delle attività finanziarie. Sono, prima di ogni altra cosa, un fenomeno sociale influenzato dalla psicologia di massa e da ciò che accadrà in futuro (quindi inconoscibile).

Ciò significa che non dobbiamo mai fidarci troppo dei numeri che, inevitabilmente, utilizziamo quando facciamo ragionamenti sui mercati finanziari. E’ bene avere sempre in mente che ragionare di scelte riguardanti i mercati finanziari significa prima di ogni altra cosa tentare di governare, nei limiti del possibile, l’**incertezza**. E’ utile applicare strategie d’investimento non tanto per guadagnare di più, quanto per tentare di gestire l’incertezza, preparandosi ad ogni evenienza.

I mercati finanziari sono tutt’altro che efficienti, ma non sono “prevedibili” (in senso comune).

Esiste una letteratura scientifica sterminata sulla cosiddetta “ipotesi dei mercati efficienti”. Questa teoria – in breve – postula che i prezzi incorporano, in ogni momento, tutte le informazioni disponibili in modo efficiente. “Efficiente” nel senso che sfruttando le informazioni disponibili non sarebbe possibile aumentare il rendimento atteso ponderato per rischio.

Questa ipotesi ha dominato il pensiero accademico per molti decenni e tuttora la maggioranza degli accademici che si occupano di finanza partono da questo assunto.

Uno degli assunti di questa teoria è che le variazioni dei rendimenti delle attività finanziarie siano indipendenti le une dalle altre, così come i risultati del lancio di un dado o di una moneta. Se lancio una moneta ed esce testa, questo non mi dice assolutamente niente sul fatto che sia più o meno probabile che al prossimo lancio esca ancora testa.

Tutti gli strumenti statistico-matematici che si usano comunemente in finanza partono da questo assunto: le variazioni dei rendimenti delle attività finanziarie sono indipendenti le une dalle altre. Se oggi il rendimento di un titolo è sceso, questo non potrà dire assolutamente niente circa la probabilità che domani il titolo continui a scendere.

Ciò che ho imparato in questi anni di studi e verifiche sul campo è che questa tesi è un’approssimazione delle realtà **fondamentalmente sbagliata**. In particolari momenti, abbastanza rari, ma molto rilevanti, conduce ad errori determinanti. Partendo da questo assunto sbagliato si è portati ad impostare strategie d’investimento poco redditizie e potenzialmente rischiose e si escludono strategie d’investimento potenzialmente molto vantaggiose. Questo non significa che i mercati finanziari siano prevedibili, almeno non nel senso comune del termine. Le

variazioni dei rendimenti delle attività finanziarie hanno una piccola, molto piccola, correlazione diretta nel breve termine ed una più marcata correlazione inversa nel lungo termine.

In parole più semplici, nel breve termine, se i prezzi salgono è leggermente più probabile che continuino a salire e viceversa. Nel lungo termine, quando i prezzi sono scesi molto in passato è più probabile che risalgano e viceversa.

Tutto questo è vero e verificabile, oltre ogni ragionevole dubbio, analizzando le serie storiche dei prezzi e delle loro variazioni. Anche nel mondo accademico, da circa 10-15 anni, si è fatta strada l'evidenza che le variazioni dei prezzi non sono indipendenti (vedi nota), sebbene si continui ad usare tutti gli strumenti matematici che lo presuppongono.

Ciò nonostante, dal momento che i mercati finanziari sono essenzialmente un fenomeno sociale e l'incidenza degli eventi futuri è predominante, l'andamento dei mercati finanziari deve essere considerato essenzialmente **imprevedibili**, almeno nel senso colloquiale del termine.

Cerco di essere più chiaro. Ipotizziamo che i prezzi di un'attività finanziaria stiano salendo, si può affermare che sia più probabile che il prezzo di domani continui a salire piuttosto che l'opposto. Questa maggiore probabilità però è molto bassa: diciamo nell'ordine del 5%. Ciò significa che nel 55% dei casi salirà e nel 45% dei casi scenderà. L'effetto di questa piccola correlazione tende a confondersi nel rumore di fondo delle contrattazioni a breve termine.

Passando alla correlazione inversa, nel lungo termine è senza dubbio vero che quando i prezzi delle attività finanziarie sono molto cari rispetto ai fondamentali, i rendimenti attesi nel lungo periodo saranno molto bassi e viceversa. Vi è sono elevate probabilità, ad esempio, che **il rendimento del prossimo decennio delle azioni quotate negli Stati Uniti sia sotto la media storica**, ma questo non ci può dire nulla su quando il mercato invertirà la sua attuale direzione positiva né su quanto sarà il rendimento del prossimo decennio.

In sintesi, i mercati finanziari sono sostanzialmente imprevedibili sebbene le variazioni dei prezzi non siano completamente indipendenti le une dalle altre.

La matematica è niente senza la psicologia.

I fattori di gran lunga più importanti per guadagnare sui mercati finanziari sono quelli psicologici. Questa frase è vera su diversi piani, sia a livello individuale, sia a livello di analisi dei mercati finanziari. A livello individuale gli errori che vengono fatti dagli investitori a causa di [avidità e paura](#) generano ancora più danni di quanto già fanno i comportamenti commercialmente discutibili delle banche e delle istituzioni finanziarie in genere. Sappiamo che le banche "tosano" i loro clienti mediamente per un 2% all'anno, applicando commissioni sostanzialmente non giustificate da un reale servizio. Questo è un bel danno, ma gli studi in materia dimostrano come gli errori che fanno gli investitori entrando nei mercati quando non dovrebbero, presi dall'avidità, e uscendo nei momenti più sbagliati, presi dalla paura, fanno danni ben superiori a quel 2% all'anno dovuto agli inutili costi delle banche. Impostare delle strategie d'investimento sistematiche che riducano la possibilità di fare scelte dettate dalle emozioni del momento è probabilmente il singolo consiglio più utile e potenzialmente profittevole che mi sento di poter dare ad un investitore generico.

Il punto di partenza per l'impostazione di una qualsiasi strategia d'investimento è l'investitore stesso.

La psicologia è un fattore chiave anche nell'analisi dei mercati finanziari.

Tutti gli indicatori statistico-matematici che si sono sviluppati e si possono sviluppare possono essere fuorvianti se non si inseriscono all'interno di un'analisi qualitativa dei mercati stessi che tenga in considerazione il *sentiment* del mercato che in parte può anche essere espresso in termini numerici, ma che è essenzialmente un dato qualitativo e quindi discrezionale.

Tutte le strategie d'investimento sensate funzionano, ma in modo irregolare.

Ci sono decine di strategie che si possono raggruppare tutte in due macro categorie:

- compra ciò che costa poco, rispetto al suo valore, e vendi quando è diventato caro;
- compra ciò che sta salendo e vendi quando inizia a scendere.

In finanza si usa il termine "*value*" per indicare le strategie del primo tipo e "*momentum*" per indicare le strategie del secondo tipo. Nel corso degli anni ho studiato numerose strategie d'investimento, le ho testate su dati storici, le ho sperimentate ed ho realizzato delle mie strategie d'investimento. Quello che ho imparato è che tutte le strategie

d'investimento attraversano momenti nei quali sembrano non funzionare più e poi riprendono a funzionare egregiamente per poi attraversare altri momenti di crisi. **Questo è un fatto ineliminabile.** Ciò nonostante investire in base ad una (o più) strategia d'investimento, ben testata, conosciuta e adatta al proprio profilo psicologico è la cosa più sensata che possa fare un investitore.

Eppure, in genere, gli investitori non usano precise strategie d'investimento. Questa è la principale ragione dei rendimenti drammaticamente deludenti degli investitori non professionali dimostrati dai numeri dichiarati negli studi internazionali sul tema.

La maggioranza delle persone non ha neppure chiaro cosa s'intenda, di preciso, per "strategia d'investimento". Conosco molti professionisti che lavorano nel settore degli investimenti finanziari i quali investono senza precise strategie e compongono i portafogli sulla base delle opinioni (spesso mode) del momento.

Una strategia d'investimento è un insieme di regole codificate in modo inequivocabile che determinano come si compone e ribilancia un portafoglio finanziario. Una volta scelta una strategia d'investimento, tutte le scelte su cosa, quando e quanto comprare e vendere sono conseguenti.

Principio KISS (Keep It Simple, Stupid).

Le informazioni commerciali dei prodotti d'investimento non fanno altro che magnificare la complessità delle scelte che i gestori devono compiere, facendo capire che vengono analizzati milioni di dati e applicati decine e decine di criteri complicatissimi. Il "non detto" di questi messaggi è: *tu che sei ignorante non potrai mai capire la scelta giusta da fare...*

Ebbene, una delle poche cose di cui sono assolutamente certo, dopo aver analizzato e sperimentato decine di strumenti di analisi finanziaria, è **che gli strumenti più semplici sono quelli che funzionano meglio.**

Ad esempio, ci sono molti sofisticati strumenti matematici per determinare se la tendenza di una certa serie di prezzi sia in salita o meno. Per le strategie di *momentum* determinare la tendenza di un titolo non è semplicemente importante: è tutto! Ebbene, qual è lo strumento che funziona meglio per determinare la tendenza di un titolo e selezionarlo rispetto ad altri? Ci sono vari tipi di medie mobili, oscillatori, indicatori, formule matematiche complicatissime, ma nessuno di questi strumenti complessi funziona come la cosa più semplice. Basta calcolare la banalissima differenza percentuale fra il prezzo di oggi e quello del precedente periodo di analisi: tutto qui. Questo è ciò che funziona meglio (specialmente su archi temporali più lunghi, quelli che interessano gli investitori).

Una buona strategia d'investimento, per funzionare, non deve essere complicata. Deve essere **completa e coerente, ma non complicata.**

Primo, non prenderle.

Una delle cose semplici-semplici che in finanza funzionano benissimo, ma che troppo spesso viene trascurata è così riassumibile: **ciò che aumenta maggiormente il rendimento di lungo termine è non subire le grandi perdite di breve termine.** In termini calcistici: primo non prendere goal, poi segnarlo.

I mercati finanziari, in particolare quelli azionari, subiscono di quando in quando delle discese anomale. Negli ultimi 20 anni abbiamo vissuto la discesa del 2000/2001 con lo scoppio della bolla tecnologica ed i fatti dell'11 settembre 2001. Poi abbiamo vissuto la crisi dei subprime (2008) e poi ancora la crisi dell'euro (2011). Ebbene, evitare - anche in parte - queste discese è il singolo fattore più rilevante per aumentare il rendimento di lungo termine. Esistono strategie molto semplici che evitano la maggior parte di questo tipo di perdite, naturalmente ciò implica alcuni svantaggi che vanno conosciuti prima (non è questa la sede per una disamina completa dell'argomento), ma complessivamente questo tipo di strategie sono estremamente convenienti, direi indispensabili.

E' particolarmente importante dotarsi di strategie di questo tipo durante le fasi dei mercati finanziari come quelle che stiamo vivendo, caratterizzate da prezzi molto tirati (in particolare per il mercato azionario USA).

Una buona strategia d'investimento sui mercati azionari dovrebbe rispondere alla domanda: *come penso di gestire le eventuali fasi di forti discese dei mercati?* Una strategia d'investimento che non si pone questo problema non è una buona strategia d'investimento e andrebbe scartata.

Disciplina e pazienza discendono dalla conoscenza.

Come detto, tutte le strategie d'investimento sensate, per quanto semplici, producono degli ottimi risultati sui mercati finanziari aumentando di molte volte il rendimento della media del mercato rapportato al rischio nel lungo periodo. Non mi piace focalizzare l'attenzione sui rendimenti perché ho verificato, negli anni, che questo distoglie l'attenzione dalle cose che invece sono più importanti per poter ottenere proprio quegli stessi rendimenti tanto

desiderati. Resterò quindi volutamente sul vago, ma dovrò necessariamente affrontare il tema perché è necessario per capire il prossimo ed ultimo concetto.

Una delle strategie di *momentum* che io applico quotidianamente produce notevoli extra rendimenti rispetto all'indice delle azioni mondiali. Nella mia attività professionale l'applichiamo da molti anni e facciamo periodicamente *backtest* (cioè analisi sui dati storici). Negli ultimi 20 anni avrebbe prodotto un capitale a scadenza di molte volte superiore a quello che si sarebbe ottenuto investendo direttamente nell'indice azionario. Questo notevole risultato sarebbe stato ottenuto **diminuendo** il rischio rispetto al mercato.

Dal momento che si tratta dell'applicazione di concetti abbastanza conosciuti, perché una strategia del genere non viene utilizzata da tutti?

Ovviamente ci sono diverse ragioni, ma la principale è che – mediamente – le persone non hanno la disciplina e la pazienza necessaria per mantenere la strategia nei momenti – e ce ne sono! – nei quali la strategia semplicemente non funziona.

Negli ultimi 20 anni, questa strategia ha fatto meglio del mercato azionario mondiale (al netto di tutti i costi di transazione) per 16 anni su 20 ed ha raggiunto un montante dieci volte superiore al rendimento del complesso delle azioni mondiali (l'indice di riferimento MSCI World in dollari) ma..., ma... nei 12 mesi terminati a maggio del 2004 ha fatto circa il 10% in meno dell'indice mondiale, nel 2006 il 7% in meno, nel 2010 il 4,5% e nell'ultimo anno circa l'1% in meno dell'indice mondiale.

Se diminuiamo il periodo di osservazione, passando dall'anno al mese, la frequenza dei periodi nei quali la strategia fa peggio dell'indice aumenta molto. Circa 1 mese su 3 ha un rendimento peggiore dell'indice. Nel maggio del 2009 la strategia ha fatto peggio dell'indice del 28% poiché la strategia non era investita nel mercato azionario ed il mercato azionario ha messo a segno un recupero stellare proprio in quel mese. Il mese successivo è rientrata nell'azionario, ma ha fatto peggio dell'indice del 3,79%. In quei momenti è molto difficile rimanere disciplinati. L'unico mezzo che conosco per farlo è comprendere, nel modo più dettagliato possibile, le ragioni che stanno alla base di una determinata strategia (aumentando così la propria fiducia nella stessa) e conoscere come si è comportata nel passato – specialmente nei periodi poco piacevoli – al fine di non rimanere sorpresi e delusi nei momenti in cui si presenteranno risultati sgraditi (ed è certo che ciò accadrà!).

Solo accettando i periodi nei quali la strategia non funziona si potrà beneficiare dei momenti nei quali la strategia crea un grande valore aggiunto. Ho sottolineato come 1 mese ogni 3 la strategia faccia peggio della media del mercato, ma ci sono 2 mesi su 3 nei quali fa meglio.

In media, questa strategia, ha prodotto in passato un esorbitante extrarendimento **mensile** dell'1% circa (il che significa raddoppiare il risultato del mercato nel giro di pochi anni) ma sempre a condizione che l'investitore sia stato paziente e disciplinato nel superare i momenti in cui sembrava aver smesso di funzionare. Pochi lo fanno, anche (e forse soprattutto) a questo dovrebbe servire la consulenza finanziaria: a far comprendere agli investitori le decisioni più profittevoli da assumere.

Conclusioni.

I mercati finanziari sono fenomeni estremamente complessi, ma le cose da fare, per poter guadagnare o – come minimo – evitare di farsi male, sono relativamente semplici.

Dopo oltre vent'anni che li studio, rimango sempre sopraffatto nell'osservare la potenza della natura umana che fa sì che si ripetano in maniera abbastanza prevedibile, di ciclo in ciclo, gli stessi comportamenti che portano così tante persone, anche intelligenti, a perdere così tanti soldi nei mercati finanziari, soldi guadagnati con tanta fatica ed intelligenza nel proprio lavoro o con quello dei propri cari.

Nota: Questo è un articolo divulgativo e non ho voluto appesantirlo con riferimenti incomprensibili al 99% dei lettori. Non posso esimermi, almeno in nota, dall'indicare i titoli di alcuni dei *paper* che vanno nella direzione qui espressa. Non ho messo i paper più recenti, ho voluto elencare quelli che, in qualche modo, hanno segnato un cambiamento di orientamento del mondo accademico partendo dal paper del "padre nobile" della teoria dei mercati efficienti. Quando ho iniziato a studiare questi temi, parlare all'interno del mondo accademico di dipendenza delle variazioni dei rendimenti era un po' come parlare del diavolo in chiesa. Fama è stato, chiaramente, uno degli ultimi ad ammettere che vi sono anomalie "pervasive", come il *momentum*, non spiegabili dalla sua teoria. Leggere, nel 2008, la sua frase: "*The anomalous returns associated with net stock issues, accruals, and **momentum are pervasive**; they show up in all size groups (micro, small, and big) in cross-section regressions, and they **are also strong in sorts**, at least in the extreme*" è stato qualcosa di professionalmente molto significativo per me.

- [Fama, E. French, K. \(2008\). *Dissecting Anomalies*. The Journal of Finance Vol. LXIII, n. 4](#)
- [Jegadeesh, N. and S. Titman \(1993\). *Returns on buying winners and selling losers: implications for market efficiency*. The Journal of Finance 48, 65–91.](#)
- [Lo, A., H. Mamaysky, and J. Wang \(2000\). *Foundations of technical analysis: Computational algorithms, statistical inference, and empirical implementation*. The Journal of Finance 55 \(4\), 1705–1770.](#)
- [Lo, A. W. and A. C. MacKinlay \(1988\). *Stock market prices do not follow random walks: evidence from a simple specification test*. Review of financial studies 1, 41–66.](#)