

21 febbraio 2018 7:35

## Cosa muove i mercati finanziari?

di [Alessandro Pedone](#)



*"Ci sono persone che sanno tutto  
e purtroppo è tutto quello che sanno. "*  
Oscar Wilde

*"Non vorrei mai morire per le mie idee,  
perché potrebbero essere sbagliate. "*  
Bertrand Russell

*"Chi cerca conferme le trova sempre. "*  
Karl Popper

Un elemento importante per scegliere delle strategie d'investimento è farsi una propria idea su cosa faccia muovere i prezzi dei titoli scambiati sui mercati finanziari.

Usando un parolone si potrebbe dire, citando l'economista Aswath Damodaran, che bisogna crearsi una propria "Filosofia d'investimento".

Damodaran considera la filosofia d'investimento l'"**ingrediente segreto del successo negli investimenti finanziari.**"

Proviamo a comprendere cosa sia e perché si ritiene così importante.

Una filosofia d'investimento è un insieme coerente di pensieri circa i mercati finanziari: come funzionano (e talvolta non funzionano) ed i tipi di errori che si ritiene possano affliggere consistentemente il comportamento degli investitori.

Questa è la definizione che Damodaran fornisce di "filosofia d'investimento".

Semplificando un po', si potrebbe tradurre con la risposta al titolo dell'articolo: *cosa muove i mercati finanziari?*

### L'approccio "classico"

Gli ultimi decenni degli studi accademici sui mercati finanziari hanno visto una sorta di rivoluzione incompiuta. Gli studi sulla finanza comportamentale hanno demolito le fondamenta teoriche della "filosofia d'investimento" allora prevalente nel mondo accademico, ma non ha saputo costruirne una alternativa sufficientemente accettata e – soprattutto – in grado di fornire strumenti operativi pratici (come invece ha fatto la teoria precedente). Vediamo prima l'approccio classico, quello che a tutt'oggi, nonostante sappiamo benissimo che sia sbagliato, continua ad essere utilizzato dalla maggioranza del mondo finanziario.

Il modello classico parte dall'assunto che gli operatori finanziari siano in grado di fare scelte razionali e valutare l'utilità attesa delle proprie scelte. Il prezzo dei mercati finanziari, in sostanza, rappresenta la migliore sintesi di tutte le informazioni disponibili su quel titolo.

Il rendimento atteso del titolo dipenderà essenzialmente dai così detti "fondamentali" (ovvero l'andamento degli utili per le aziende, dei tassi d'interesse per le obbligazioni) e le variazioni da questo rendimento atteso dipenderanno dai nuovi fatti che accadranno tra il momento della stima ed il realizzarsi del flusso finanziario atteso. Le oscillazioni del prezzo del titolo, in questo modello, sono legate alle nuove notizie che gli investitori (razionali, in questo modello) non hanno ancora valutato.

Ovviamente questa è una grande semplificazione, ma è sufficiente per apprezzare la differenza rispetto ad altri modelli.

I mercati finanziari sono ritenuti efficienti nel senso che il prezzo sarebbe la migliore sintesi di tutte le informazioni disponibili e non sarebbe possibile, per definizione, ottenere – sistematicamente - un rapporto rischio / rendimento, al netto dei costi di transazione, migliore di quello offerto dalla media del mercato.

In sintesi, la filosofia d'investimento prevalente nel mondo accademico (almeno quella che certamente lo era fino a qualche lustro fa) sostiene che i mercati siano mossi dalla valutazione dei fondamentali alla luce delle nuove informazioni che verranno "incorporate" nel prezzo da agenti razionali.

### La realtà dei mercati finanziari

Questo modello teorico è distante anni luce dalla realtà dei fatti. L'aspetto più dibattuto è legato alla non razionalità degli operatori dei mercati finanziari. Vari economisti-psicologi hanno dimostrato, oltre ogni ragionevole dubbio, che gli esseri umani soffrono costantemente di "errori mentali" ricorrenti che fanno scomparire la presunta razionalità delle decisioni.

Questo è solo un aspetto del problema. I mercati finanziari sono un fenomeno sociale. Le decisioni degli altri influenzano in modo determinante l'esito della propria decisione. Non si tratta, come aveva brillantemente evidenziato Keynes, di un concorso nel quale si deve individuare "la più bella fra le concorrenti", ma quella che sarà la più votata, ovvero "ritenuta" la più bella **dalla maggioranza**. Si tratta di concetti completamente diversi. Io posso ritenere che un titolo abbia i migliori fondamentali (nell'esempio: "sia la concorrente più bella"), ma se la maggioranza degli operatori non la pensa come me (e "votano" per altri), la mia scelta diventerà "sbagliata" anche se il titolo dovesse realmente avere "i migliori fondamentali".

In un contesto del genere, contano di più i concetti di **psicologia delle masse** che non i problemi degli "errori mentali" individuali, che pure esistono ed incidono nel fare scelte finanziarie sbagliate.

Questo è solo un piccolo aspetto del problema.

I mercati finanziari sono anche fenomeni estremamente **complessi** anche nel senso tecnico-matematico del termine. Sono fenomeni caratterizzati da numerose variabili interdipendenti le une dalle altre con meccanismi così detti di "**feedback**" **positivi e negativi**. In parole più semplici nei mercati finanziari ci sono numerosi circoli virtuosi o viziosi.

Ad esempio, se il prezzo di un'azione di una banca inizia a scendere con una certa consistenza, per una serie di meccanismi, diventerà sempre più "necessario" che il prezzo continui a diminuire. E' la stessa diminuzione del prezzo che in qualche modo "giustifica" il proseguire della diminuzione.

Ci sono poi una serie di questioni più legate **alle regole** ed ai meccanismi operativi con i quali si scambiano gli strumenti finanziari nei mercati.

Si pensi ad esempio agli investimenti a margine, ovvero il fatto d'investire soldi presi in prestito. Questo meccanismo gonfia i prezzi quando le cose vanno bene e contribuisce a farli scendere vertiginosamente nella situazione opposta.

Il diffondersi del trading automatico, spesso basato su regole molto simili, genera ulteriori comportamenti auto-rafforzanti, per non parlare degli strumenti finanziari derivati.

Questi aspetti, insieme a molti altri sui quali non possiamo dilungarci, sommati insieme, generano dei movimenti che prescindono completamente dalla valutazione sul valore dei titoli stessi.

Sono "forze" che possono muovere i mercati per periodi relativamente brevi che vanno da pochi minuti a pochi trimestri.

Nel lungo termine, cioè quando parliamo di anni, i fattori legati ai fondamentali dei titoli, presto o tardi, tenderanno a prendere il sopravvento.

Se un paniere molto diversificato di titoli è fortemente sottovalutato, può restare tale per qualche mese, al massimo qualche trimestre, ma certamente non resterà molto sottovalutato per anni.

Questo è vero perché nei mercati finanziari ci sono anche meccanismi che generano "feedback" negativi. Ci sono, cioè, una serie d'investitori che invece di seguire il trend applicano strategie di tipo "*value*" (dette anche "contrarian") e cercano d'investire in titoli il cui prezzo è sceso irragionevolmente al di sotto del loro "valore", dove per "valore" s'intende – in estrema sintesi – la somma dei flussi finanziari futuri attesi. Ci sono inoltre le autorità che regolano i mercati le quali cercano di applicare politiche anticicliche (che non sempre funzionano, ma altre volte sono provvidenziali) ed intervengono quando i mercati finanziari hanno valutazioni irragionevoli e rischiano di creare danni all'economia reale.

### Perché è così importante avere una propria filosofia d'investimento?

Riflettere a lungo e farsi una propria idea su cosa muova realmente i mercati, aiuta più di ogni altra cosa prendere scelte d'investimento consapevoli o a valutare le proposte dei presunti esperti.

Un modo molto diffuso di fare o proporre scelte d'investimento è legarle alle notizie del momento.

Ultimamente, uno dei temi più "alla moda" è la politica fiscale di Trump e le possibili conseguenze sul mercato azionario.

Un anno fa c'erano altre notizie che catalizzavano l'attenzione e fra qualche mese ce ne saranno altre.

Prendere decisioni sulla base di notizie significa non conoscere o quantomeno sottovalutare tutti gli altri meccanismi che muovono i mercati finanziari.

Per tornare all'esempio, per quanto la riforma fiscale di Trump sia senza alcun dubbio significativa, nessuno può sapere A) quali siano i reali effetti sull'economia, e soprattutto B) quanta parte di questi effetti siano già stati incorporati nei prezzi durante i mesi nei quali la riforma è stata proposta e discussa. Inoltre, concentrare tutta l'attenzione sulla notizia non fa percepire il combinato disposto di tutti gli altri elementi che muovono i mercati (tutti quei meccanismi con feedback positivi e negativi che sono sempre in atto).

Aver riflettuto sulla propria filosofia d'investimento consente di non commettere questo genere di errori nei quali, purtroppo, continua a cadere la maggioranza degli investitori, anche professionali.

Quando si fanno scelte d'investimento ci si dovrebbe domandare: *perché dovrebbe funzionare?*

Se non siamo noi direttamente a fare le scelte d'investimento ma ci affidiamo a gestori, dovremmo domandargli: qual è la filosofia d'investimento alla base della proposta?

Molti di questi rimarranno probabilmente stupiti solo per la domanda. Molti non la comprenderanno neppure.

La grande maggioranza dei professionisti del settore segue inconsapevolmente la filosofia d'investimento che ho definito "approccio classico" senza neppure porsi il problema.

Diventando un investitore consapevole, una volta compreso che l'approccio classico è certamente errato, ci si potrà addentrare nella complessità dei mercati. Probabilmente se ne uscirà con poche certezze, ma un po' di strategie più sensate rispetto all'approccio tradizionale usato dalla così detta industria del risparmio gestito basato sulla vecchia "media/varianza".