



## CRISI E MODELLI DI INVESTIMENTO

Nessun investitore, istituzionale o privato, ha memoria di una situazione economica simile all'attuale; lo scoppio contemporaneo di tante "bolle" (mutui subprime, cartolarizzazioni, derivati, corsi di borsa, private equity ecc.) ha creato una spirale negativa che sta impattando i consumi in tutto il mondo; la conseguenza immediata è una contrazione dei fatturati delle aziende (e, a livello aggregato, dei PIL), l'aumento della disoccupazione, delle perdite delle aziende, dei crediti bancari in sofferenza e via discorrendo. Per trovare una situazione simile occorre andare indietro alla grande depressione del 1929, ed infatti gli attuali indicatori di PIL, corsi di borsa e commercio mondiale stanno seguendo la stessa evoluzione di allora; se l'analogia dovesse continuare passeranno altri 24 mesi prima di aver toccato il fondo, ma almeno questa volta la risposta dei governi è di intensità molto maggiore e si può sperare in un percorso più rapido.

Dal punto di vista di un investitore, che presumibilmente ha visto il proprio patrimonio dimezzarsi negli ultimi 12 mesi, i prossimi mesi potrebbero essere il momento opportuno per investire in azioni. Tuttavia, l'imprevedibilità di questa crisi (o meglio, depressione) e l'incapacità dei gestori del risparmio di – almeno – gestirla, ha avuto il merito di far riflettere su quali siano le logiche di investimento da applicare in futuro; ogni analisi del futuro deve però partire dal riconoscere gli errori fatti in passato.

### **L'analisi del rischio**

Credo sia indiscutibile arrivare alla conclusione che tutte le teorie relative alla quantificazione dei rischi finanziari si sono dimostrate fallaci. La gestione del risparmio era basata sull'ipotesi che i rischi potessero essere quantificati e ridotti; con l'individuazione di strategie adatte, si sarebbero poi potuti ottenere rendimenti superiori al costo del capitale più il rischio, ed infatti per molti anni era stato così. Le migliori menti matematiche, i migliori programmatori di software, i più smaliziati trader di borsa si erano accaniti a cercare le imperfezioni nei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari (in particolare nei prezzi del rischio), ed alcuni li avevano anche trovati, almeno temporaneamente. Peraltro la maggioranza dei gestori non è mai riuscita a battere gli indici di riferimento in modo sistematico, per cui anche in periodi in cui tutte le borse crescevano i gestori veramente abili erano pochi.

L'industria della gestione dei fondi era basata sull'analisi di serie storiche, ed in particolare della volatilità dei titoli; misure come l'indice di Sharpe (volatilità) o formule per la valutazione delle opzioni come quella celebre di Black-Scholes (option pricing model) si basavano sempre sull'analisi puntigliosa di serie storiche, che però trascuravano la probabilità di una discontinuità (che invece c'è stata in dimensioni ed intensità enormi). Il meccanismo tipico attraverso il quale un gestore dichiarava di avere una strategia vincente era di "giocare" tale formula retroattivamente (oppure dimostrare di averlo fatto effettivamente) per periodi abbastanza lunghi, dimostrando di poter ottenere un risultato superiore al costo del capitale e del rischio; sulla base di tale dimostrazione era giustificato chiedere commissioni per

la gestione dei fondi. L'industria della gestione del risparmio si è concentrata nella costruzione di prodotti sempre più sofisticati e complessi; alla base c'era sempre la ricerca della pietra filosofale, e cioè di una imperfezione temporaneamente non scoperta da molti altri, che si poteva sfruttare per generare un margine relativamente "sicuro".

Ma il rischio complessivo non si può mai ridurre, si può solo trasferire; per esempio, se chi acquista una casa pagando solo una rata di mutuo del 10% rappresenta un forte rischio di default se i prezzi scendessero, il rischio può esser trasferito vendendo il mutuo ad uno sprovvaduto attratto dal suo apparentemente elevato rendimento. Il rischio poi aumenta esponenzialmente man mano che i prezzi delle case crescono e si disallineano con le capacità di reddito (o di pagare un affitto), ma chi è dentro la bolla non se ne accorge perché ogni mese i prezzi sono più alti del mese precedente, ed il gioco sembra essere redditizio. Se però tutto un paese come gli USA si comporta in tal modo, prima o poi la bolla scoppia nei portafogli di banche e famiglie.

Abbiamo però anche imparato che il rischio non si può misurare e gestire perché gli squilibri non si aggiustano gradatamente; quando qualcuno si accorge che è meglio scappare, se ne accorgono tutti e salta il sistema: le controparti non ci sono più e falliscono, i risparmiatori passano da un'accettazione di un rischio non noto a non voler prendere alcun rischio, il tutto a velocità massima e contemporaneamente in tutti i mercati. Ci sono in fisica le teorie della catastrofe, ma nell'economia non si è mai dimostrato di saperle applicare alla gestione del risparmio. Se nelle serie storiche utilizzate per dimostrare il vantaggio di una strategia di investimento si includessero gli eventi recenti, nessuna formula resisterebbe a questo "stress test"; ciò vuol dire che il rischio non è facilmente quantificabile, che gli "eventi rari" non lo sono, e che in sostanza, non si riesce più a dimostrare a tavolino il vantaggio di una strategia di investimenti; un corollario è che non si è più in condizione di chiedere delle commissioni (il risparmiatore ha capito che per perdere soldi non ha bisogno di consulenti!).

## **Valutare i comportamenti**

Un altro elemento importante nelle assunzioni implicite utilizzate in passato era che si potesse prevedere la reazione degli altri: già Keynes notava che a tutti quelli che si occupano di investire in borsa non importa se un titolo sia buono o cattivo, importa invece sapere se gli altri pensano che sia da comprare o vendere. Si è quindi sviluppata tutta una serie di analisi di correlazione che davano l'illusione di poter prevedere il comportamento degli altri: se le statistiche pubblicate regolarmente sull'economia degli USA mostravano risultati (occupazione, inflazione, ecc.) superiori o inferiori a quello che si attendevano gli analisti, la borsa (cioè l'indice S&P) saliva o scendeva e avere le informazioni qualche ora in anticipo diventava così una ricetta sicura per guadagnare. La stessa cosa si verificava per l'andamento dei titoli di una specifica società, che sostanzialmente dipendeva dalla differenza fra le attese prevalenti e i risultati comunicati, e dall'andamento complessivo del mercato finanziario.

Tutto questo non esiste più. Oggi nessuno può ragionevolmente dire che l'analisi storica degli ultimi tre o sei mesi può dare un'indicazione di imperfezioni del mercato finanziario (da sfruttare). Nessuno può illudersi che esista un mercato non correlato ad un altro, per cui i margini di arbitraggio sono praticamente spariti. Inoltre, nessuno ha esperienza di come si possano anticipare enormi discontinuità e quindi nessuno sa come quantificarne il rischio. Con la crisi economica che ha creato una fortissima discontinuità, i risultati dell'ul-

timo trimestre delle singole aziende, pubblicati periodicamente, non sono predittivi di quello che saranno i risultati del trimestre successivo; le aziende non hanno la più pallida idea di quali risultati si potranno ottenere in futuro in un contesto di consumatori impauriti e che non comprano più niente. Quando i fatturati possono calare del 30% non c'è più una relazione matematica con il profitto, sia perché il conto economico ha costi fissi incomprimibili, sia perché anche lo stato patrimoniale viene impattato da clienti che non pagano, da banche che ritirano gli affidamenti e così via..

Infine, è saltata anche la possibilità di predire il comportamento di chi investe in borsa sulla base di indicatori macroeconomici: non s'era mai visto il deficit pubblico americano schizzare al 12% del PIL, o i risparmiatori americani passare da un tasso di risparmio dell'1% al 5% in pochi mesi. Chi mai può azzardarsi a prendere posizioni (cioè vendere o comprare titoli per miliardi) contando sulla possibilità di prevedere il comportamento degli altri? Come diceva Paul Valery "il futuro, purtroppo, non è più quello che era". Anche i più bravi operatori di borsa e gestori di fondi hanno perso i riferimenti; è come se milioni di adepti di una religione tutto ad un tratto avessero la consapevolezza che quel loro Dio non c'è, o magari non c'è mai stato. Tutta la giostra di teorie economiche, di regole per investire in borsa, di modelli matematici, di guru rispettati si rivela irrilevante per operare nel contesto attuale e presumibilmente in futuro. Migliaia di gestori allenati a elaborare ipotesi e poi testarle retroattivamente sulle statistiche, ed infine impegnati ad attuare quelle metodologie che almeno sulla carta sembrano essere vincenti, non hanno più nessun riferimento nel quale credere. L'industria della gestione del risparmio, che va dalla consulenza, all'intermediazione e alla gestione, costava, negli Usa e in Gran Bretagna, circa il 20% dei profitti delle aziende quotate; milioni di occupati che, se mai fossero stati utili, certamente non servono più perché non sono in grado di produrre risultati migliori, all'interno di ogni asset class, di quanto il risparmiatore possa fare da solo investendo in indici.

## **Questione di fiducia**

L'effetto collaterale di questa "tempesta perfetta" è da distruzione della fede, o dell'illusione, che scavando nei numeri, studiando i comportamenti degli altri, misurando i fondamentali si possa trovare una formula che permetta di quantificare e gestire i rischi, valga di più di tirare i dadi, e possa giustificare il pagamento di una commissione. La reazione dei gestori del risparmio è di considerare il periodo 2008–2010 come un'aberrazione, dopo di che tutto tornerà come prima; ma a differenza dei 10 giorni di calendario che sparirono nel 1582 (riforma gregoriana) questi 3 anni non spariscono, e cambiano radicalmente il modo in cui gli investitori si comportano.

In teoria, in questo momento in cui il risparmiatore rifiuta di prendere qualsiasi rischio, ci dovrebbero essere delle possibilità di acquisire, dalla enorme "svendita per cessazione di attività", delle azioni che potrebbero successivamente apprezzarsi. Ci sono dei precedenti in occasione delle crisi che hanno colpito i paesi in via di sviluppo. Ma come si quantifica il rischio (definizione: rischio è sapere quello che si fa)? Chi ha la credibilità per dare dei suggerimenti? Non certo le banche, che hanno gestito i propri capitali ancora peggio di quelli dei propri clienti.

Sapere che non c'è una risposta è meglio che illudersi che da qualche parte ci sia.

Nessun investitore, istituzionale o privato, ha memoria di una situazione economica simile all'attuale; lo scoppio contemporaneo di tante "bolle" (mutui subprime, cartolarizzazioni,

derivati, corsi di borsa, private equity ecc.) ha creato una spirale negativa che sta impattando i consumi in tutto il mondo; la conseguenza immediata è una contrazione dei fatturati delle aziende (e, a livello aggregato, dei PIL), l'aumento della disoccupazione, delle perdite delle aziende, dei crediti bancari in sofferenza e via discorrendo. Per trovare una situazione simile occorre andare indietro alla grande depressione del 1929, ed infatti gli attuali indicatori di PIL, corsi di borsa e commercio mondiale stanno seguendo la stessa evoluzione di allora; se l'analogia dovesse continuare passeranno altri 24 mesi prima di aver toccato il fondo, ma almeno questa volta la risposta dei governi è di intensità molto maggiore e si può sperare in un percorso più rapido.

Dal punto di vista di un investitore, che presumibilmente ha visto il proprio patrimonio dimezzarsi negli ultimi 12 mesi, i prossimi mesi potrebbero essere il momento opportuno per investire in azioni. Tuttavia, l'imprevedibilità di questa crisi (o meglio, depressione) e l'incapacità dei gestori del risparmio di – almeno – gestirla, ha avuto il merito di far riflettere su quali siano le logiche di investimento da applicare in futuro; ogni analisi del futuro deve però partire dal riconoscere gli errori fatti in passato.