



Il mantra del risparmiatore in 7 punti

Raffaele Zenti

Socio fondatore e Responsabile del Financial Strategist
Group di Advise Only



Il mantra del risparmiatore in 7 punti

Come investire fruttuosamente i propri risparmi nei mercati finanziari, senza perdere il sonno, in modo teoricamente ed empiricamente fondato

I mercati finanziari sono complessi

Molti risparmiatori hanno un'immagine idealizzata dell'economia e dei mercati finanziari. Un mondo basato su crescita economica regolare e prosperità, pilotata con maestria su una traiettoria stabile del PIL da banchieri centrali, con inflazione sotto controllo e bassi livelli di disoccupazione. In questo mondo immaginifico, i mercati finanziari oscillano, ma entro una banda contenuta, i titoli obbligazionari governativi consentono di impiegare con sostanziale certezza i risparmi, i depositi e i conti correnti bancari sono sicuri e la diversificazione di portafoglio difende dalle oscillazioni più brusche dei valori mobiliari, fornendo rendimenti positivi su orizzonti temporali pluriennali.

Non è esattamente così.

Ad infrangere questa illusoria immagine stilizzata bastano gli ultimi quindici anni di storia finanziaria, costellati da frequenti crisi. Il culmine si è concretizzato nel *default* della banca d'affari Lehman Brothers e nel successivo *crash* finanziario globale (la "Grande Crisi"), sfociato poi nella crisi del debito sovrano dell'eurozona. I mercati finanziari sono un sistema complesso, dove le informazioni circolano velocemente e gli operatori (tra i quali vi sono anche i risparmiatori) reagiscono in modo continuo alle novità e alle azioni degli altri operatori.

E' normale che i risparmiatori, di tutte le età e dimensioni patrimoniali, siano impauriti. La paura li porta sovente ad agire in modo irrazionale: cedono alle offerte di prodotti che promettono ciò che non si può ottenere, come le opache e costose polizze *unit-linked* o *index-linked*, buone solo per chi le vende.

Investire i risparmi in modo intelligente e fruttuoso, con piena coscienza e controllo di ciò che si fa è però possibile: seguite i 7 punti di questo mantra dell'investitore e lo scoprirete sulla vostra pelle. Si tratta di regole semplici, chiare, teoricamente ed empiricamente fondate, fatte proprie dalla miglior prassi finanziaria.



1. Scegliere un obiettivo

Uno dei rischi maggiori per il risparmiatore è costituito da quel soggetto che gli appare davanti allo specchio: sé stesso. Proprio così. La psiche umana può infatti essere nemica degli investimenti, perché induce comportamenti istintivi potenzialmente dannosi. E' la nostra psiche, ad esempio, che ci spinge a disinvestire nei momenti meno opportuni, sotto l'effetto del panico, oppure ci porta ad effettuare investimenti improbabili per puro spirito imitativo. Tuttavia, **possiamo trasformare la nostra psiche in un potente alleato se associamo un portafoglio d'investimenti ad un obiettivo concreto, che ci tocca davvero da vicino.**

✓ Concetto chiave

Vediamo qualche esempio:

- accumulare un **capitale per i figli** o i nipoti;
- risparmiare in vista della propria **pensione**;
- creare una **reddito integrativo** (un “portafoglio rendita”);
- accumulare capitale per il viaggio che si è sempre sognato o per un altro **bisogno voluttuario**;

e così via. Questi obiettivi vengono definiti “conti mentali” (*mental accounts*) dagli studiosi di finanza comportamentale.

L'idea è questa: associare un obiettivo concreto a un portafoglio fornisce la giusta **motivazione** per superare gli inevitabili momenti di difficoltà attraversati da qualunque investimento. Ad esempio, sapere che “Sto investendo per i miei figli” aiuta a mantenere la corretta allocazione di portafoglio anche quando per effetto di oscillazioni dei prezzi di breve periodo la tentazione sarebbe quella di disinvestire.

Conti mentali

Aiutano a definire e realizzare portafogli legati ad obiettivi concreti

Inoltre, esplicitare un obiettivo consente di **definire meglio il portafoglio** stesso. Pensate al portafoglio destinato a fornire un reddito integrativo: dall'obiettivo si desume che la sua caratteristica principale deve essere la capacità di generare flussi di cassa periodici e piuttosto regolari, puntando sulla presenza di cedole e dividendi di una certa entità.

Costruire portafogli in base ai conti mentali non va a discapito dell'efficienza del portafoglio.

In un articolo innovativo e visionario¹, il padre della teoria di portafoglio Harry Markowitz mostra come associare i conti mentali a rigorosi metodi di costruzione dei portafogli “produce un fruttuoso legame tra gli obiettivi concreti di risparmio e consumo e la realizzazione dei portafogli”.

Tirando le somme, associare un obiettivo tangibile ai propri investimenti:

- consente di definire il portafoglio in modo che calzi perfettamente con le proprie esigenze;

¹ Markowitz, H. et al. (2010). Portfolio Optimization with Mental Accounts. Journal Of Financial And Quantitative Analysis, Vol. 45, No. 2.



- aiuta a mantenere la rotta nei momenti difficili.

2. Assumere il giusto rischio

Assumersi rischi finanziari non garantisce con certezza buone performance. Tuttavia, se non si assumono rischi, sicuramente la performance non verrà; da qui il veritiero detto:

“Nessun rischio, nessun rendimento”

Nel tempo, il rischio è generalmente remunerato dai mercati finanziari. Dal 1900 al 2013 l'umanità ha sopportato vaste manifestazioni di rischi d'ogni genere:

- due guerre mondiali;
- vari conflitti minori (Corea, Vietnam, Afghanistan, ex-Jugoslavia, Iraq, ecc)
- pandemie come la Spagnola del 1918 e l'Asiatica del 1957;
- svariati *crash* di Borsa (dalla Crisi del 1929 alla Grande Crisi del 2008);
- numerose recessioni economiche globali;
- il crollo del regime zarista in Russia, l'avvento del comunismo e infine la dissoluzione del blocco sovietico;
- vari *shock* petroliferi;
- enormi innovazioni tecnologiche (radio, automobile, TV, viaggi aerei, personal computer, internet, ecc);

e si potrebbe continuare. Eppure, come mostra la tabella seguente, dal 1900 al 2013 in tutto il mondo sono nate e si sono sviluppate imprese capaci in aggregato di generare utili e dividendi, offrendo un rendimento reale (cioè corretto per l'inflazione) medio annuo pari a 5,2%. Analogamente, Stati sovrani e imprese di tutto il mondo si sono indebitati, offrendo obbligazioni con un rendimento reale medio annuo pari a 1,8% .

Rendimenti reali

Nel lungo termine, l'azionario e l'obbligazionario globale hanno generato rendimenti reali positivi nonostante le molte avversità

Rendimenti reali di azioni, obbligazioni e liquidità nel lungo termine

	1900-2013	1964-2013
Azioni mondiali	5,2%	5,4%
Obbligazioni mondiali	1,8%	4,1%
Liquidità (USD)	0,9%	0,9%

Rendimenti reali (corretti per l'inflazione) di azioni, obbligazioni internazionali e liquidità nel periodo 1900-2013 e nel periodo 1964-2013. Fonte: Dimson, E. et al. (2014), CSFB Global Investment Returns Yearbook 2014, CSFB/London Business School.

Si può concludere, parafrasando Winston Churchill, che



“Questo è il peggior sistema finanziario possibile, ad eccezione di tutti gli altri”.

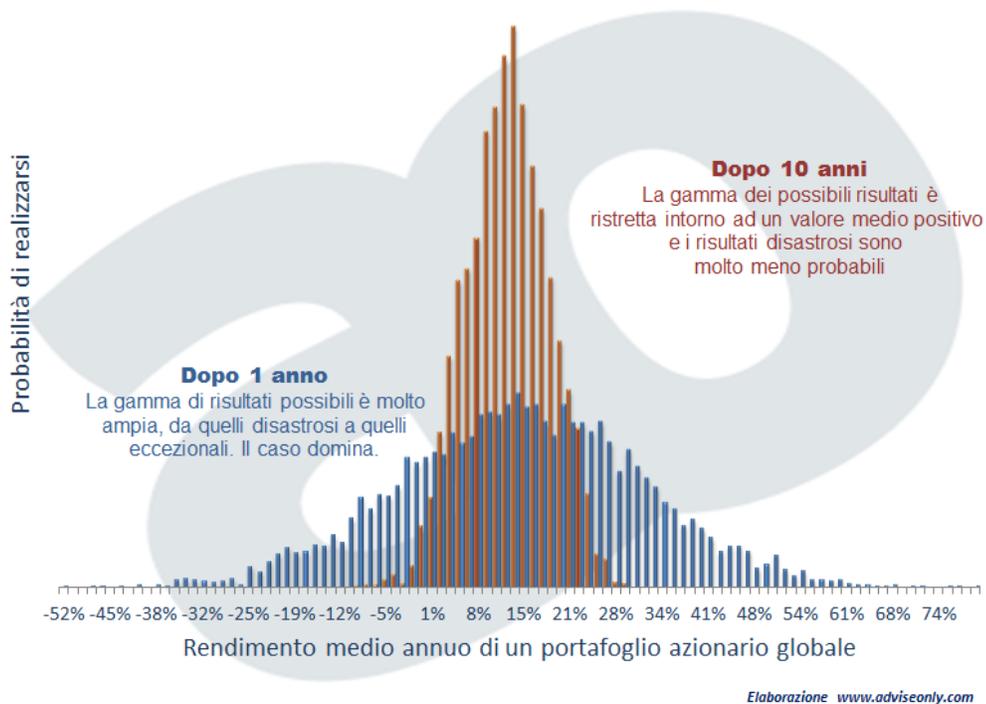
E' quindi ragionevole assumersi rischi finanziari. Occorre però capire bene quali, in che misura, e per quanto tempo. Iniziamo a capire “per quanto tempo”.

3. Investire per tutto il tempo necessario

✓ Concetto chiave

Su archi di tempo brevi (giorni, settimane, mesi) i mercati finanziari sono pressoché imprevedibili: possono assumere una gamma ampissima di valori. Tuttavia, **allungarsi della durata dell'investimento**, detto **orizzonte temporale**, la gamma dei possibili risultati si restringe, e **prevalgono le performance positive**.

Possibili rendimenti di un portafoglio azionario internazionale



Sull'asse orizzontale si trovano i possibili rendimenti ottenibili dopo, rispettivamente, 1 o 10 anni d'investimento in azioni internazionali. Sull'asse verticale c'è invece la stima della probabilità che si verifichi un dato rendimento. Il grafico è dunque una stima della distribuzione di probabilità dei rendimenti, ottenuta campionando casualmente (metodo del “block-bootstrap”) dalla storia dell'indice MSCI World Total Return, ignorando gli effetti valutari, da dicembre 1969 a novembre 2013.

Quindi, in media, allungarsi dell'orizzonte temporale il rischio di cattivi risultati, pur non scomparendo del tutto, si riduce drasticamente, come mostra il grafico seguente.

Probabilità di ottenere performance negative per varie durate d'investimento in un portafoglio azionario internazionale



Sull'asse orizzontale si trovano varie durate d'investimento; sull'asse verticale c'è invece la stima della probabilità di ottenere, per un portafoglio di azioni internazionali, un rendimento negativo per un dato livello d'orizzonte temporale. La stima è effettuata utilizzando la distribuzione di probabilità dei rendimenti, ricavata campionando casualmente (metodo del "block-bootstrap") dalla storia dell'indice MSCI World Total Return, ignorando gli effetti valutari, da dicembre 1969 a novembre 2013.

Orizzonti temporali razionali

Se i propri obiettivi consentono di investire a lungo termine, si riduce molto la probabilità di risultati negativi

Quindi, se non sono attesi esborsi d'una certa consistenza e se, ragionevolmente, il denaro può essere lasciato lavorare con tranquillità (situazione piuttosto comune), una porzione significativa del patrimonio dovrebbe essere investita su orizzonti temporali lunghi. Con probabilità elevata si otterrà una buona performance, anche reale (tenendo quindi conto dell'inflazione), **minimizzando la probabilità di avere risultati negativi.**

Legare il portafoglio ad un obiettivo autenticamente di lungo termine (es. "risparmio per quando i figli saranno grandi") è di grande aiuto per evitare che predomini il lato irrazionale del risparmiatore, quello che predilige gli investimenti a basso rischio anche quando non sono necessari. Infatti, per la gestione delle emergenze è sufficiente mantenere un conto mentale di natura monetaria e prediligere attivi liquidi (ci torneremo tra poco).

4. Diversificare il giusto

"Difficile fare previsioni, soprattutto sul futuro" – Niels Bohr, Nobel per la Fisica

✓ Concetto chiave

Arduo dire come andrà il mondo in futuro, in particolare per quanto riguarda gli investimenti; chi afferma di prevedere con efficacia i mercati è quasi certamente un venditore di fumo. In situazioni come queste, l'approccio razionale (e di buon senso), fondato sulla Teoria delle



Decisioni e sulla Statistica Bayesiana consiste nell'**evitare di concentrare tutto il rischio in pochissimi investimenti**. In altri termini: occorre **diversificare**.

Il principale beneficio di una buona diversificazione consiste nel **ridurre il rischio di cattive performance, a parità di potenzialità del portafoglio**.

L'effetto della diversificazione

	(a) Rendimento medio annuo	(b) Rischio (volatilità annua)	Rendimento/Rischio = (a)/(b)
Portafoglio di sole azioni italiane	-1,3%	24,8%	-0,05
Portafoglio di sole azioni tedesche	4,8%	24,7%	+0,19
Portafoglio diversificato di azioni mondiali	7,1%	16,4%	+0,43

Effetto della diversificazione su performance, rischio (approssimato dalla volatilità storica) e rapporto tra rendimento e rischio, calcolato in base alle dinamiche storiche di vari panieri di azioni internazionali, relativi al periodo gennaio 1998-aprile 2014.

Asset allocation

Ripartire gli investimenti, diversificandoli tra differenti tipi di attivi, coerentemente con i propri obiettivi

La sostanza di una buona diversificazione è semplice: si tratta di avere un portafoglio ripartito tra varie classi di attivo in modo equilibrato e coerente con i propri obiettivi – è la cosiddetta **asset allocation**. Che, si badi bene, non significa costruire un portafoglio inserendo a casaccio i più disparati strumenti finanziari, bensì allocare il denaro tra le varie categorie di investimento, in modo funzionale all'obiettivo del portafoglio, all'orizzonte temporale dell'investimento e alla capacità di sopportare rischi, tenendo conto del potenziale di performance di ciascun attivo, del suo rischio e della sua correlazione con gli altri investimenti in portafoglio.

Per esempio, chi ha un obiettivo di risparmio previdenziale e ha davanti a sé ancora 10-15 anni di vita lavorativa avrà un'asset allocation differente da chi in pensione c'è già e deve utilizzare al meglio i risparmi accumulati per vivere una vecchiaia serena.

5. Prestare attenzione ai costi

L'impatto delle commissioni di gestione e, in generale, dei costi associati ai prodotti finanziari è spesso trascurato dai risparmiatori, a giudicare dal successo di certi prodotti, come le polizze *unit-linked*, ma anche vari fondi comuni "eccessivamente" cari, oppure obbligazioni bancarie dai rendimenti fuori mercato.

✓ Concetto chiave

Chi vende prodotti finanziari ad alto costo, che sia l'impiegato della banca, il promotore finanziario o il *private banker*, vi dirà che i costi non sono un aspetto importante dell'investimento. Vi dirà che, se i costi sono alti, è perché il prodotto che vi offre è di qualità più elevata. Ovvio, da quei costi che voi pagate, lui trae il suo guadagno: **più alti sono i costi per voi, più ci guadagna il venditore**. Ma la qualità dei prodotti finanziari non dipende dal costo.



Un articolo² apparso sull'autorevole *Journal of Finance* nel 2009 mostra come, in base ad un'approfondita analisi su un vasto campione di fondi comuni, quelli con le peggiori performance al lordo delle commissioni di gestione (cioè prima di detrarre le commissioni) sono i fondi che applicano le commissioni più elevate. In altri termini, esiste una relazione negativa e significativa tra qualità della gestione e livello commissionale: i migliori fondi hanno generalmente commissioni più basse.

Costi

Vengono pagati con certezza, hanno forte impatto sulla performance e non sono legati alla qualità dell'investimento

I costi sono generalmente l'unica componente certa degli investimenti e possono divorare una fetta importante sui vostri risparmi. Certo, non sono l'unico elemento da considerare, ma sarebbe assurdo non tenerne conto nella scelta tra vari investimenti. Può talvolta valere la pena pagare un costo elevato per un prodotto finanziario (magari perché soddisfa un'esigenza molto specifica), ma in tal caso serve la piena coscienza di cosa si sta facendo, del perché, e di quanto impatta sul risultato finale dell'investimento.

Ad esempio, ipotizziamo di investire in un portafoglio azionario internazionale (rappresentato dall'indice MSCI World Total Return) e confrontiamo due possibili soluzioni:

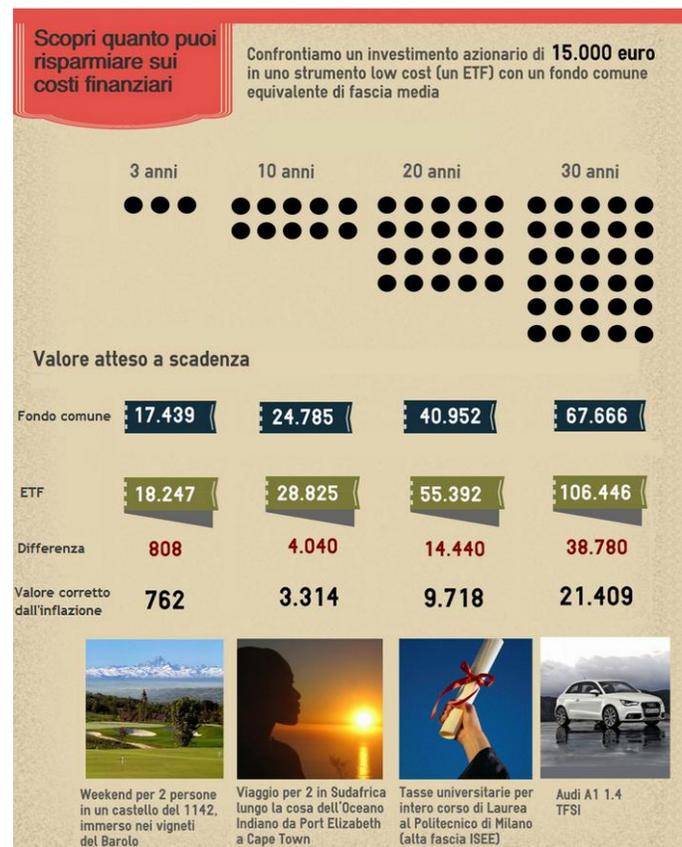
- la prima, più cara, ha i costi di un fondo comune di fascia medio-alta (la somma delle commissioni, chiamata TER, è 2,05%), vincitore del Morningstar Awards 2013;
- la seconda, *low cost*, ha i costi di un ETF (TER 0,45%).

Analizziamo l'incidenza dei costi su varie durate, nell'ipotesi che la performance del mercato azionario internazionale sia pari a quella degli ultimi 10 anni (i costi vengono sottratti alla performance dell'indice). L'ammontare reale del possibile risparmio di costi è visibile nel grafico a lato: i costi legati agli investimenti hanno un impatto enorme. E non è necessario sopportarli per investire bene, dato che esistono eccellenti strumenti *low-cost*, come gli ETF.

6. Investire gradualmente

✓ Concetto chiave

Investire un po' alla volta, con regolarità, aiuta a evitare di focalizzare eccessivamente l'attenzione sulla ricerca del



² Gil-Bazo, J., Ruiz-Verdù, P. (2009). The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry. The Journal of Finance, Vol. 64, 5. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2009.01497.x/abstract>



“momento giusto per investire” (invero difficilissimo da azzeccare). Inoltre, e questa è la cosa più importante, **l'investimento graduale riduce il rischio di perdite sul capitale investito.**

PAC

Investire gradualmente a lungo termine

Questa modalità di investimento, nota come **Piano di Accumulo del Capitale (PAC)**, consente in media di ridurre del 50% circa il rischio di performance negative su investimenti di durata decennale e dell'80% su investimenti ventennali³. Questo vale sia per investimenti in azioni internazionali che per portafogli bilanciati.

Certo, i PAC non sempre sono possibili: immaginate di ricevere un grosso capitale da una cessione di attività, oppure un'eredità, o una liquidazione – in queste situazioni conviene investire quanto prima tutto il capitale, senza aspettare. Tuttavia, quando un PAC ha significato, il risparmiatore si ritrova con un capitale accumulato nel tempo, quasi senza accorgersene, con vantaggi psicologici, oltre che finanziari.

7. Privilegiare investimenti liquidi

Qualunque sia l'obiettivo dell'investimento è possibile che, per motivi imprevedibili e urgenti non conoscibili a priori, sia necessario liquidare l'investimento e rientrare in possesso del denaro in tempi brevi. In tali situazioni occorre quindi vendere, e in fretta, possibilmente senza costi aggiuntivi. **Uno strumento finanziario di facile e immediata smobilizzazione è definito a basso rischio di liquidità** o, più semplicemente, “**liquido**”.

Liquidità

Facilità di smobilizzo di un investimento, a costi bassi e in tempi rapidi

Ora, è piuttosto evidente, che la maggioranza dei beni immobili non sono liquidi: occorre tempo per venderli e, se si ha fretta, il prezzo cala. Discorso analogo vale solitamente per la vendita di aziende non quotate, oggetti d'antiquariato e l'arte in generale. Gli strumenti finanziari sono mediamente liquidi, essendo il mercato finanziario nato proprio per facilitare gli scambi.

Ma **non tutti gli investimenti sono liquidi in egual misura**. Alcuni sono decisamente illiquidi (e, purtroppo sono spesso presenti nei portafogli degli ignari risparmiatori). Ad esempio, una polizza *unit-linked* è un investimento che generalmente richiede costi accessori (penali) per ottenere il denaro indietro prima della scadenza prevista. Ma anche molte obbligazioni bancarie possono rivelarsi illiquide: la banca le emette, essendo interessata a finanziarsi e/o a ricavare un guadagno dall'intermediazione, ma poi spesso non ha interesse a ricomprare il titolo che, privo di domanda, diventa difficile da vendere, oppure può essere venduto a condizioni svantaggiose (*spread* denaro-lettera ampio).

✓ Concetto chiave

Per evitare cattive sorprese proprio nel momento del bisogno, è bene essere coscienti del grado di liquidità del proprio portafoglio, cercando se possibile di **privilegiare strumenti finanziari liquidi**.

³ Zenti, R. (2013). Are Lump Sum Investments Riskier than Systematic Investment Plans? Some Empirical Evidence. Social Science Research Network. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2341773