

PIANI D'INVESTIMENTO / Come costruirli e mantenerli

Efficienza sotto esame

Effettuare previsioni sistematicamente corrette circa i mercati finanziari è impossibile, per il loro schema di funzionamento casuale. Portando questo pensiero alle estreme conseguenze, si potrebbe giungere a una conclusione sconcertante: «A che cosa serve pianificare se la realtà degli investimenti è così complessa e imprevedibile da rendere inconcludente qualsiasi attività di pianificazione?». L'errore logico di questa conclusione consiste semplicemente nell'interpretare la pianificazione come previsione. In realtà la pianificazione, nel senso più lato e moderno del termine, implica proprio l'«inevitabilità» del fallimento della previsione, nel senso che le attività di pianificazione stesse sono finalizzate a determinare i presupposti propri della gestione degli scostamenti del piano. Per questo motivo la pianificazione del controllo degli investimenti non è inutile, ma è assolutamente necessaria.

Il check up strategico e tattico va effettuato con cadenza trimestrale

Immaginiamo che la sottoscrizione di un piano di investimento corrisponda all'acquisto di una centrale termoelettrica. È evidente che non ci accontenteremo del fatto che gli impianti siano stati costruiti con la massima cura. Prima di staccare l'assegno, valuteremo la funzionalità dell'impianto di controllo che ci deve informare dello stato di funzionamento. Inoltre, pretenderemo delle garanzie sull'assistenza nel mantenimento dell'efficienza della centrale nucleare nel tempo, mediante la definizione a priori delle attività di manutenzione ordinaria e, relativamente a ben identificati casi di funzionamento anormale, di procedure di manutenzione straordinaria per riportare il sistema alla regolarità. Perché non dovrebbe essere la medesima cosa per un investimento? Dobbiamo constatare che la tanto decantata «assistenza» degli operatori all'investitore si traduce troppo spesso in una promessa generica di successivi incontri per valutare il decorso dell'investimento e per riallocare le risorse in funzione degli eventi. Ciò sembra corrispondere, tornando alla metafora della centrale nucleare, all'assenza di un sistema di controllo e di procedure razionali di intervento successivo.

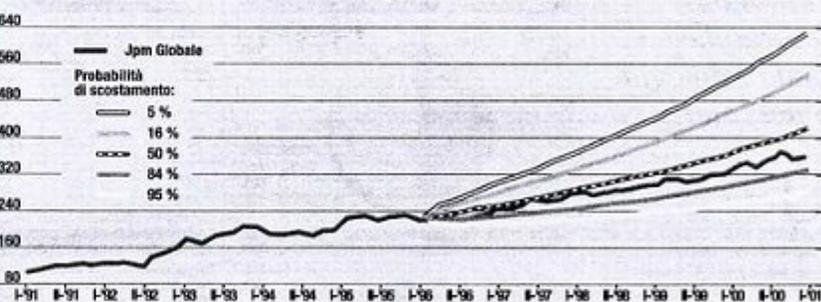
quantitativo deve essere corredato da un sistema di controllo e di gestione del progetto nel tempo, che consenta di sorvegliare l'andamento normale dell'investimento nonché di adeguarlo alle possibili fonti di variazione rappresentate dall'investitore stesso e dal contesto economico-finanziario.

Un efficace sistema di controllo dell'investimento deve poter segnalare, con la minore ambiguità possibile, sia lo stato di «normalità» che quello di «anormalità». Il concetto di «normalità» di un investimento deve trovare un'indicazione oggettiva nella realtà dei fatti e quindi può essere espresso come la sua evoluzione statisticamente attesa. Nel grafico a fianco è proposto un back-test, ovvero una stima statistica di evoluzione di un mercato su 60 mesi (il Jpm Globale, il mercato obbligazionario globale) effettuata a fine febbraio 1996, confrontata poi con il suo andamento effettivo sino al febbraio 2001. Il grafico evidenzia che, rispetto alla stima statistica effettuata 60 mesi prima, il mercato obbligazionario mondiale si è comportato in modo normale, intendendosi per normalità il perdurare delle caratteristiche e delle informazioni statistiche e di efficienza delle serie storiche del benchmark medesimo.

Il controllo strategico e tattico dell'investimento viene di norma effettuato trimestralmente, in quanto questo periodo è la base minima temporale per apprezzare una qualche variazione significativa. Il controllo strategico consiste semplicemente nel verificare che il valore del benchmark dell'investimento si sia contenuto all'interno della banda di normalità definita dal sistema di controllo iniziale. Il controllo tattico si riferisce al portafoglio di fondi e consiste nella valutazione del grado di indicizzazione del portafoglio al benchmark. È importante distinguere i due livelli del controllo in quanto, in caso di accertamento di variazioni anomale, è necessario intervenire con diverse procedure di revisione del piano. La diagnosi corretta di una malattia è importante per poter poi intervenire con una terapia appropriata.

Gaetano Megale
Presidente di Progetta

Mercato obbligazionario: stima probabilistica e andamento effettivo



I CASI / Fluttuazioni anomale

La bolla si supera con l'attesa

La fuoriuscita dell'investimento dalla banda di normalità può fornire un'indicazione circa possibili cambiamenti strutturali dell'investimento. La condizione di anomalia riguarda sia la fuoriuscita inferiore che superiore dalla banda. Si può proporre come esempio l'analisi di un back-test effettuato a fine mese di febbraio 1996, confrontato poi con il suo andamento effettivo sino al febbraio 2001, relativo al mercato azionario mondiale (rappresentato dall'Msci World) in cui si confrontano la stima statistica su 60 mesi e il suo andamento effettivo.

Si nota che l'andamento effettivo risulta compatibile con quello atteso (al febbraio 1996) sino agli inizi del 1997, ma successivamente si evidenzia una condi-

zione indiziaria di anomalia data da avvisi di due tipi: le uscite dal limite superiore della banda di normalità e la fluttuazione del mercato lontano dallo scenario al 50% di probabilità. Quando appaiono indizi di anomalia, la domanda che ci si deve porre è: «Siamo in presenza di una bolla speculativa oppure di un cambiamento strutturale dei mercati?». La risposta è importante poiché in funzione di essa è poi necessario innescare procedure diverse di intervento, ma, in ogni caso, la regola aurea è quella di attendere, per avere o la conferma della tendenza alla fuoriuscita dalla banda di normalità o l'eventuale assorbimento della bolla speculativa.

G.M.

Mercato azionario: stima probabilistica e andamento effettivo



METODI / Il constant mix

L'importante è non variare gli ingredienti

Una volta definito il sistema di controllo dell'investimento, è necessario stabilire quali azioni debbono essere intraprese per mantenere l'efficienza del piano nel tempo (il concetto corrisponde esattamente alla manutenzione ordinaria di un impianto).

Buy and hold. L'indicazione quantitativa più «ortodossa» è quella di mantenere il portafoglio inalterato per tutto il tempo del progetto, senza effettuare alcun intervento (buy and hold), ma esistono diverse metodologie che consentono di migliorare l'efficienza complessiva del piano d'investimento.

Portafoglio costante. Una delle metodologie più utilizzate, per la

Il procedimento mantiene costante il profilo di rischio con un approccio «contrarian»

sua semplicità ed efficacia, è il constant mix, che agisce sulla struttura tattica dell'investimento (il portafoglio dei fondi) e consiste nel riportare, periodicamente, la diversificazione del portafoglio corrente alle me-

PAROLE CHIAVE

- **BACK TEST.** Stima statistica che confronta l'effettivo andamento di un mercato con le previsioni formulate per un orizzonte temporale definito.
- **BUY AND HOLD.** Tecnica d'investimento che consiste nell'acquistare titoli in fase rialzista vendendoli solo nel lungo periodo, per ottenere rendimenti il più possibile svincolati dalle fluttuazioni.
- **CONTRARIAN.** Strategia d'investimento che propone di eludere le insidie emotive del mercato agendo in direzione opposta rispetto alle scelte della maggioranza dei risparmiatori.



desime percentuali del portafoglio iniziale.

I vantaggi del contrarian. Questa attività produce diversi benefici, innanzitutto quello relativo al controllo del rischio, in quanto consente di

mantenere nel tempo il profilo di rischio inizialmente stabilito.

Infatti, una variazione percentuale significativa di un fondo, dovuta a contingenze di mercato, potrebbe produrre uno sbilancia-

mento del portafoglio.

Inoltre, l'attività di constant mix consente mediamente di acquistare quando i mercati sono in fase calante e contemporaneamente vendere quando i mercati sono in fase ascendente (buy low, sell high), realizzando un approccio contrarian. Le singole componenti crescono nel tempo con percentuali differenti e questo provoca un cambiamento di pesi delle diverse componenti sul totale. Vendendo la componente che è cresciuta di più e acquistando quella che è cresciuta di meno si acquisterà mediamente basso e si venderà mediamente alto (buy low, sell high).

G.M.