

# Portafogli per l'autunno

**Diversificare: una scelta rigorosa**

**Come conciliare rischio e rendimento? Sei profili di asset allocation: dall'azionario Svizzera e Finlandia al monetario Usa e Italia.**

**N** di Claudio Grossi e Gaetano Megale  
PROGETTICA srl \*

on mettere tutte le uova nello stesso paniere". Lo slogan poggia sulle solide basi del buon senso in quanto l'investimento in un singolo mercato o titolo comporta la concentrazione dei benefici e dei rischi nella singola scelta con forti possibilità di errore o di perdita di opportunità. La modalità di concentrare gli investimenti è tipica dello speculatore, ma nessuno che affronti ragionevolmente il problema dell'investimento può seguire questa strategia di cui sono del tutto evidenti i limiti.

Allora il problema si sposta su come realizzare il processo di diversificazione. In genere si valutano i singoli mercati e/o titoli con le migliori prospettive e si attribuiscono le percentuali dell'investimento in maniera proporzionale al grado di fiducia con cui vengono fatte le previsioni, assegnando magari piccole percentuali a mercati e/o titoli altamente rischiosi per coglie-

re maggiori opportunità. Ma nessuno può affermare di conoscere con buona certezza l'evoluzione futura degli investimenti e le strategie classiche di gestione basate su approcci previsivi (come ad esempio, il *market timing* ed il *trading*) generalmente falliscono nel loro intento di creare un significativo e profittevole extrarendimento rispetto al mercato: questa è il punto d'arrivo della ricerca quantitativa statunitense. La questione è tuttavia trattata in maniera piacevole e non tecnica in un libro di William Sherden uscito recentemente negli USA (*The Fortune Sellers*, Wiley & Sons, '98) il cui tema dell'impossibilità del prevedere viene analizzato relativamente a diverse attività professionali, tra le quali quella dell'economista e del "guru" del mercato finanziario.

**Il principio della diversificazione sembra quindi consentire il superamento dell'incertezza nelle scelte di investimento.** Infatti, da un punto di vista logico, chiunque predichi la diversificazione am-



# Ecco i mercati più efficienti

mette implicitamente la propria non capacità di effettuare previsioni con un buon grado di efficacia ed è pronto a "pagare" con un minor rendimento l'incremento di sicurezza derivante dalla diversificazione stessa.

**Le teorie quantitative dell'efficienza forniscono, come prima indicazione, che l'investimento deve essere fatto nei mercati efficienti, in quanto in essi il rischio viene sistematicamente e proporzionalmente remunerato nel tempo.** La tabella a pagina 21 dei mercati monetari, obbligazionari ed azionari internazionali può dare una indicazione in tal senso. Ma una indicazione straordinaria di diversificazione discende proprio da un concetto controintuitivo: la **diversificazione efficiente**, base della *Modern Portfolio Theory* (MPT) di H. M. Markowitz, Nobel per l'economia nel '90. La MPT indica una **modalità di diversificazione che non necessita di approcci previsivi e che soprattutto non limita il rendimento: a parità di rischio consente di cogliere la maggiore prospettiva di rendimento ed a parità di questo consente di ridurre il rischio.** In altre parole, permette di perseguire la massima efficienza nella definizione di un *benchmark*, ovvero della migliore composizione dei mercati all'interno dei vincoli di rischio-rendimento definiti dall'investitore.

**PRINCIPIO DELLA MODERN PORTFOLIO THEORY**  
La nascita della *Modern Portfolio Theory* risale ad un articolo del '52, scritto da un giovane laureato dell'Università

di Chicago, Markowitz. Egli esaminò se era possibile per gli investitori trovare un ideale bilanciamento tra rischio e rendimento, in modo da minimizzare il primo e massimizzare il secondo ed introdusse una terza dimensione che doveva essere considerata: la **correlazione tra i mercati.**

Infatti dimostrò che per poter ridurre significativamente il rischio era necessario comporre portafogli le cui singole componenti erano correlate negativamente o comunque non altamente correlate. In altre parole, i singoli mercati dovevano essere caratterizzati da trend con oscillazioni tendenzialmente opposte o diverse. Questo principio consentì di superare l'istintiva abitudine di valutare il portafoglio in base alla semplice somma delle caratteristiche delle singole parti. E di valutare il tutto in funzione del profilo rischio-rendimento che complessivamente scaturisce dall'interazione delle varie componenti. Per fare una metafora, quando viene scelta un'auto, si valutano le prestazioni e i consumi, e non i pistoni e l'albero di trasmissione: il tutto è molto di più della somma delle singole parti. La MPT parte da questo principio: **le relazioni tra i mercati all'interno di un portafoglio sono più importanti dei singoli mercati in quanto ne definiscono proprio il profilo di rischio-rendimento.**

La diversificazione che non tiene conto delle relazioni tra i mercati può presentare caratteristiche indesiderabili per l'investitore: in quanto può risultare apparente e quindi

non portare alcun beneficio sostanziale sul versante della riduzione del rischio. Il grafico (pag. 20) della diversificazione definita *naive* (semplice, "primitiva") rappresenta un esempio evidente di questo fenomeno su un portafoglio formato da mercati correlati positivamente. Nel grafico della diversificazione efficiente (pag. 20) si dimostrano gli effetti potenziali della correlazione negativa di due mercati che addirittura annulla la fluttuazione, e quindi il rischio, del portafoglio.

Naturalmente nella realtà correlazioni negative così forti non esistono: ma è sufficiente avere correlazioni inferiori a 1 per poter beneficiare degli effetti della diversificazione efficiente.

Ovviamente, maggiore è il numero dei mercati da considerare, maggiore è la complessità di calcolo. Diversi algoritmi di ottimizzazione consentono di individuare infiniti portafogli e calcolare le caratteristiche di rischio e rendimento. Ma tra gli infiniti portafogli realizzabili **solo quelli che giacciono sulla frontiera efficiente (vedi pag. 20), ovvero quelli che massimizzano il rendimento a parità di rischio e quelli che minimizzano il rischio a parità di rendimento,** devono essere scelti dall'investitore razionale. La

frontiera efficiente presenta una qualità di grande importanza: **le caratteristiche tecniche dei portafogli efficienti (deviazione standard, rendimento medio e correlazione) sono tendenzialmente stabili nel tempo** e si modificano molto lentamente dando così l'opportunità di intervenire con stime correttive.

I benefici dell'utilizzo di tale metodologia non sono soltanto "materiali" (di maggiore prospettiva rendimento ad un dato livello di rischio) ma anche psicologici: **le fluttuazioni dei mercati diventano per**

**l'investitore una grande opportunità per ridurre il rischio totale del portafoglio.** Una volta individuata la frontiera efficiente, gli investitori potranno scegliere quel portafoglio che meglio risponde alla indivi-

duale propensione al rischio. Un investitore avverso al rischio deterrà un portafoglio sulla parte inferiore sinistra della linea di frontiera, mentre un investitore propenso al rischio ne sceglierà uno sulla parte più alta della frontiera. La scelta, in sostanza, è determinata dalla natura e inclinazione della funzione di utilità rischio-rendimento dell'investitore nonché dall'orizzonte temporale di investimento: un grado di rischio maggiore va

**Markowitz ha insegnato a valutare le correlazioni fra le piazze finanziarie. L'esame di un investimento deve essere globale.**

➔ segue a pagina 22

## DEVI DECIDERE SUI RISPARMI? SCEGLI: MA IN DUE MOMENTI

La scelta razionale di un portafoglio efficiente dipende quindi dalla interazione di due dimensioni differenti ma che debbono incontrarsi: la **dimensione oggettiva** e **sogettiva** dell'efficienza. Infatti, J. Tobin, Premio Nobel per l'Economia nell'81, ha formulato il "teorema della separazione dell'investimento" che, in sostanza, afferma che l'investitore razionale deve compiere le proprie scelte di investimento in due fasi completamente distinte: 1) **la fase oggettiva**, in cui vengono stimate quantitativamente le caratteristiche di rischio e rendimento delle attività

e viene individuata la "frontiera efficiente" dei portafogli; 2) **la fase soggettiva**, in cui viene selezionato il portafoglio efficiente in base al personale profilo di tolleranza del rischio. La apprezzabile conseguenza pratica di questo approccio è quella di rendere "oggettivamente soggettiva" la scelta di investimento e quindi dare reale sostanza al concetto di "personalizzazione", concetto forse troppo mistificato nella realtà del mercato.

Inoltre crediamo che questo approccio recuperi e rilanci il ruolo del soggetto "distributore" (promotore finanziario od operatore bancario) nel **produrre valore aggiunto per l'investitore**, proprio nell'identificare il suo personale, ed unico, *trade off*.

## TOSATO: RISPARMIATORI, BENVENUTI NELL'EUROLANDIA BOOM

di Marco Liguori

Il mercato dell'Euroland, cioè dei Paesi aderenti sin dal '99 alla moneta unica europea, presenta possibilità di crescita superiori rispetto a quello americano che è alla fine del ciclo positivo azionario».

**Massimo Tosato**, *executive director e head of investment management della Schroders Italia Sim*, (nella foto) traccia a *Investire* uno scenario sui possibili sviluppi dei mercati internazionali: nel medio-lungo periodo Piazza Affari potrà riservare buone soddisfazioni agli investitori, mentre il Giappone resta sottopesato in attesa di riforme radicali, soprattutto di natura fiscale, che risolvano energicamente la crisi economica in cui è caduto il Paese del Sol Levante.

**Piazza Affari potrebbe raggiungere ulteriori margini di crescita fino alla fine dell'anno?**

Il mercato italiano negli ultimi mesi ha corso molto e potrebbe prendere una ragionevole "pausa di riflessione". Inoltre bisogna considerare che Piazza Affari è correlata con Wall Street: se quest'ultimo subisce una correzione, anche il listino italiano la rifletterebbe immediatamente. Ciononostante pensiamo che nel medio-lungo periodo il quadro si preannuncia favorevole per una crescita delle quotazioni, poiché il nostro mercato sta beneficiando sia delle prospettive dell'Unione monetaria, sia delle ristrutturazioni aziendali: tutto ciò porterà a una valutazione positiva delle società in una prospettiva a tre e a cinque anni. Bisogna anche considerare altri due importanti fattori a sostegno delle quotazioni: il continuo e

cospicuo flusso di capitali convogliato dalle famiglie, in cerca di rendimenti più alti dopo il calo dei tassi dei titoli di stato, verso il mercato azionario e l'ormai prossimo decollo dei fondi pensione.

**Sul breve periodo, invece cosa accadrà?**

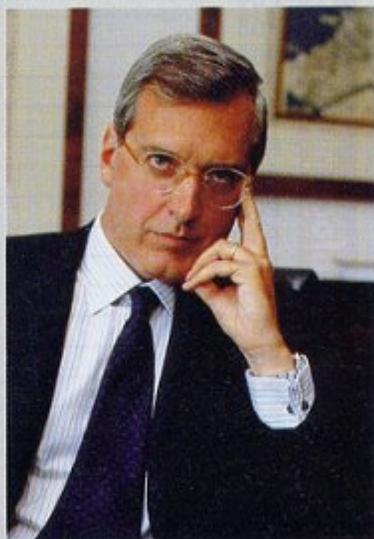
In una visione a tre-sei mesi siamo molto prudenti. I fattori di un eventuale momento di stasi del listino italiano potrebbero essere quelli che ho accennato prima: la "pausa di riflessione" da parte di chi ha guadagnato molto negli

ultimi due anni e un'eventuale correzione di Wall Street. Ci sono anche nubi politiche all'orizzonte, che potrebbero spiegare i propri effetti tra settembre e ottobre: inoltre l'economia italiana ha dato segni di rallentamento nel primo semestre di quest'anno.

**Quali potrebbero essere i settori trainanti del nostro mercato azionario?**

Nel breve, certamente il settore finanziario, bancario e assicurativo: inoltre, le telecomunicazioni e le utilities in ristrutturazione. Nel lungo periodo, quasi tutto il listino dovrebbe beneficiare di un innalzamento delle quotazioni: più che ai settori guarderei alle singole aziende e alle capacità imprenditoriali espresse dai manager.

**Quale sarà il mercato migliore tra Europa e Stati Uniti?**



Alla data odierna (luglio '98) i mercati delle nazioni europee aderenti all'Euro sono più interessanti. Questi Paesi godono, come l'Italia, di un ciclo economico favorevole con bassa inflazione, buone prospettive di crescita degli utili, un serbatoio di disoccupazione utilizzabile per la crescita economica e con i costi bassi delle materie prime a causa della crisi asiatica. Questo scenario è favorevole al mercato azionario europeo; anche se ci fosse una correzione

originata dal mercato americano, sarebbe più rapidamente assorbita dai listini europei. Invece, siamo molto prudenti su Wall Street poiché gli Stati Uniti sono in una fase molto più avanzata del ciclo economico, il tasso di disoccupazione è basso e gli utili delle imprese sono decrescenti. Questo fa pensare che gli Usa siano alla fine del ciclo favorevole all'azionario.

**La crisi del Giappone quali risvolti potrebbe avere sui mercati internazionali?**

Speriamo che il nuovo governo giapponese prenda una serie di misure drastiche che consenta alla propria economia di cominciare a guidare la ripresa in Asia. In Giappone, dove siamo sottopesati, occorre subito una riforma fiscale basata sulla riduzione delle imposte che consenta la ripresa rapida dei consumi e ricrei il *sentiment* del mercato, dando fiducia e tranquillità all'investitore. In caso contrario, si rischia l'avvitamento della crisi: potrebbero esserci conseguenze molto gravi anche per il sistema economico occidentale. Ma riteniamo che questa ipotesi catastrofica sia remota, augurandoci che il governo avvii un rapido processo riformatore.

**Veniamo all'obbligazionario. I Bot e Btp italiani proseguiranno nella loro discesa dei rendimenti?**

Il mercato obbligazionario italiano si è riallineato a quello europeo, adeguandosi in previsione dell'ingresso dell'Italia nell'Euro. Quindi, i titoli di stato cambiano il proprio ruolo storico come strumento d'investimento in Italia: il reddito fisso è tanto più importante quanto più a breve è l'orizzonte temporale dell'investitore. Non sono più adatti per il risparmiatore a lungo termine.

**Esistono mercati obbligazionari esteri con rendimenti più elevati?**

Certamente, come ad esempio come quelli dell'America Latina. Però il risparmiatore italiano deve pensare che a un maggior rendimento corrisponde sempre un maggior rischio.

**I corporate bond prenderanno finalmente piede anche in Italia?**

Sono convinto che nel giro di un anno o due le grandi aziende italiane, in particolare quelle quotate, emetteranno delle obbligazioni di questo tipo con importi molto rilevanti dove l'elemento di valutazione più rilevante si sposta sull'analisi del rischio di credito. Anche nel nostro Paese i *corporate bond* dovrebbe ottenere un buon successo: negli Usa è molto più efficiente del mercato del debito bancario.

**Sovrappeso sulle borse continentali, buone prospettive per Piazza Affari. Prudenza su Wall Street. Ecco la ricetta di Schroders.**



## Come leggere le tabelle

### RENDIMENTO MEDIO MENSILE:

il valore è espresso in termini reali, al netto dell'inflazione, ed è calcolato su una serie storica di **60 osservazioni mensili al 28.05.98**. Interpretato da un punto di vista probabilistico è la misura della tendenza centrale verso la quale convergono e si addensano la maggior parte dei rendimenti mensili. Per tale motivo viene anche denominato "valore atteso", in quanto presenta il massimo grado di probabilità relativa di manifestazione. A valori più elevati corrisponde una migliore valutazione "in sé", fermo restando che, per una valutazione corretta, deve essere necessariamente rapportato al rischio assunto (nello specifico, alla deviazione standard).

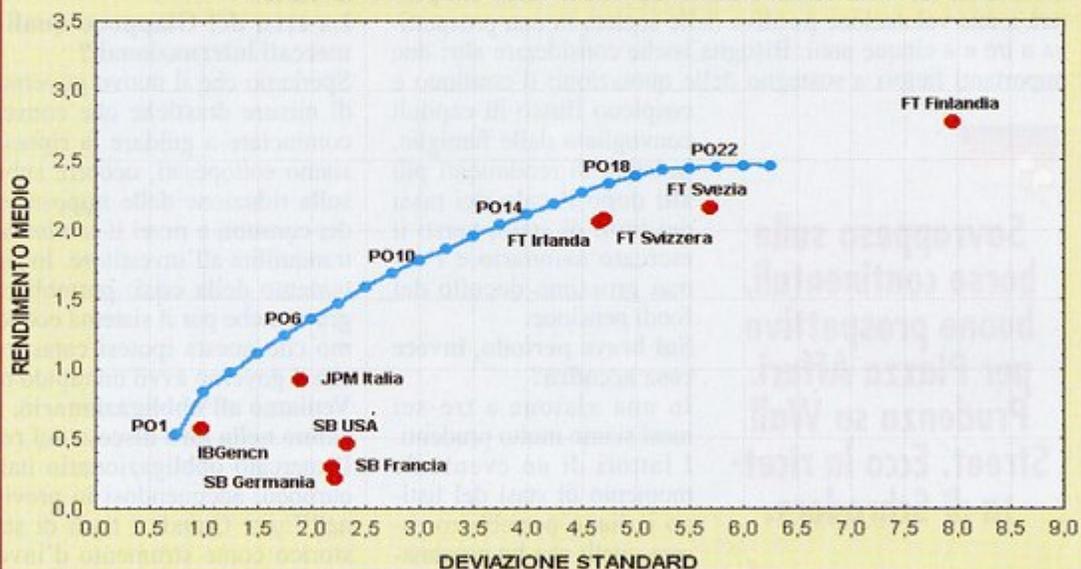
### RENDIMENTO MINIMO STIMATO AL 95% DI PROBABILITÀ:

rappresenta una stima del valore "peggiore" (limite fiduciale) che può assumere la media aritmetica reale dei rendimenti mensili. La stima è effettuata con un **livello di probabilità pari al 95%** e l'indice viene utilizzato valutando l'investimento o il mercato secondo il criterio del "pessimista". A valori maggiori corrisponde una miglior valutazione. Con il limite fiduciale superiore della media definisce il

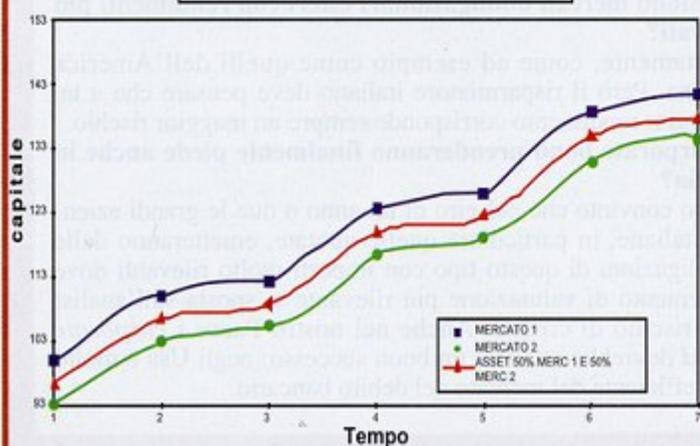
I 24 portafogli più efficienti

PORT. OTTIMO	MEDIA	LF.INF	LF.SUP	DEV.STD	EFFICIENZA
P03	0,83	0,58	1,04	1,00	0,83
P04	0,97	0,68	1,30	1,25	0,78
P05	1,11	0,72	1,50	1,50	0,74
P06	1,24	0,80	1,70	1,75	0,71
P01	0,52	0,34	0,72	0,74	0,71
P02	0,52	0,34	0,72	0,75	0,71
P07	1,36	0,85	1,88	2,00	0,68
P08	1,47	0,90	2,04	2,25	0,65
P09	1,59	0,94	2,24	2,50	0,64
P010	1,69	0,99	2,40	2,75	0,61
P011	1,78	1,01	2,56	3,00	0,59
P012	1,86	1,03	2,72	3,25	0,57
P013	1,95	1,05	2,84	3,50	0,56
P014	2,03	1,06	3,00	3,75	0,54
P015	2,11	1,08	3,16	4,00	0,53
P016	2,18	1,09	3,28	4,25	0,51
P017	2,26	1,10	3,42	4,50	0,50
P018	2,33	1,10	3,56	4,75	0,49
P019	2,38	1,09	3,68	5,00	0,48
P020	2,43	1,08	3,80	5,25	0,46
P021	2,44	1,02	3,88	5,50	0,44
P022	2,45	0,98	3,94	5,75	0,43
P023	2,46	0,92	4,00	6,00	0,41
P024	2,47	0,84	4,10	6,25	0,39

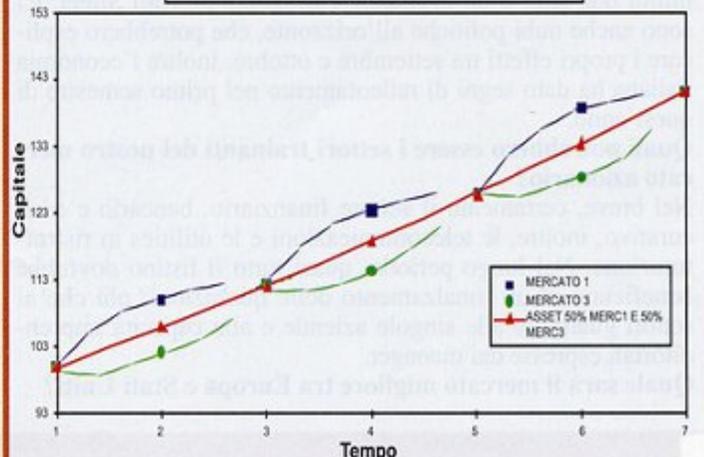
### FRONTIERA EFFICIENTE GLOBALE e MERCATI COMPONENTI



### Diversificazione Naive: mercati correlati positivamente (RM:0.06 ; DS:0.04)



### Diversificazione Efficiente: mercati correlati negativamente (RM:0.06 ; DS: 0.00)



cosidetto "intervallo fiduciale della media".

**RENDIMENTO MASSIMO STIMATO AL 95% DI PROBABILITA'**: rappresenta una stima del valore "migliore" che può assumere la media aritmetica reale dei rendimenti mensili. La stima è effettuata con un livello di probabilità pari al 95% e l'indice viene utilizzato valutando l'investimento o il mercato secondo il criterio dell' "ottimista". A valori maggiori corrisponde una miglior valutazione.

**DEVIAZIONE STANDARD**: rappresenta il grado di oscillazione dell'andamento dell'investimento ex post e sostanza, quantitativamente, la "volatilità" di un investimento o di un mercato. In pratica è una misura della dispersione dei singoli rendimenti mensili intorno alla loro media aritmetica ed è una misura sintetica del rischio totale dell'investimento o del mercato in quanto somma in sé tutte le fonti di rischio (di paese o di area geografica, di mercato, di cambio, di interesse, di inflazione, di emittente, di liquidità...). A minori valori corrisponde una migliore valutazione "in sé" fermo restando che, per una valutazione corretta, deve essere necessariamente rapportato al rendimento conseguito.

**RAPPORTO TRA MEDIA E DEVIAZIONE STANDARD**: rappresenta una misura generale dell'efficienza di un mercato o di un investimento in quanto fornisce una indicazione del rendimento totale per unità di rischio totale. Il rendimento totale dell'investimento è rappresentato dalla media aritmetica delle sue performance mensili reali; il rischio totale dell'investimento è individuato dalla deviazione standard delle sue performance mensili reali. Si calcola mediante il rapporto tra media aritmetica e deviazione standard e l'indice viene utilizzato per effettuare una valutazione comparativa laddove a valori più alti corrisponde una migliore valutazione.

	Rendimento medio mensile	Rendimento minimo stimato al 95% di prob	Rendimento massimo stimato al 95% di prob	Deviazione Standard del rendim. attorno al valor medio	Rapporto tra Media e Dev.Std
	MEDIA	LF.INF	LF.SUP	DEV.STD	EFFICIENZA
<b>Mercati Monetari</b>					
Indice Italia Generale cap netta	0,58	0,33	0,83	0,97	0,60
Salomon Brothers United Kingdom	0,63	0,06	1,21	2,23	0,28
Salomon Brothers USA	0,47	-0,13	1,07	2,32	0,20
Salomon Brothers Francia	0,30	-0,26	0,86	2,18	0,14

I 144 mercati più efficienti

MERCATI MONETARI	MEDIA	LF.INF	LF.SUP	DEV.STD	EFFICIENZA
Ind. Italia Gen. cap netta	0,58	0,33	0,83	0,97	0,60
Salomon Brothers Gran Bret.	0,63	0,06	1,21	2,23	0,28
Salomon Brothers USA	0,47	-0,13	1,07	2,32	0,20
Salomon Brothers Francia	0,30	-0,26	0,86	2,18	0,14
Salomon Brothers Germania	0,22	-0,35	0,79	2,21	0,10
Salomon Brothers Giappone	-0,23	-1,18	0,72	3,67	-0,06

#### MERCATI OBBLIGAZIONARI

J.P.Morgan Italia	0,93	0,44	1,42	1,89	0,49
J.P.Morgan Spagna	0,80	0,20	1,40	2,33	0,34
J.P.Morgan Irlanda	0,75	0,17	1,32	2,22	0,34
J.P.Morgan Gran Bretagna	1,00	0,23	1,77	2,98	0,34
J.P.Morgan Svezia	0,84	0,15	1,52	2,64	0,32
J.P.Morgan Danimarca	0,62	0,04	1,20	2,25	0,28
J.P.Morgan Francia	0,60	0,01	1,18	2,26	0,27
J.P.Morgan Belgio	0,58	-0,04	1,20	2,40	0,24
J.P.Morgan USA	0,61	-0,10	1,33	2,77	0,22
J.P.Morgan Olanda	0,52	-0,11	1,16	2,47	0,21
J.P.Morgan Germania	0,50	-0,12	1,13	2,41	0,21
J.P.Morgan Nuova Zelanda	0,69	-0,20	1,58	3,44	0,20
J.P.Morgan Austria	0,76	-0,24	1,75	3,87	0,20
J.P.Morgan Canada	0,64	-0,31	1,59	3,67	0,17
J.P.Morgan Giappone	0,29	-0,76	1,34	4,07	0,07

#### MERCATI AZIONARI

Financial Times A. Olanda	2,00	0,87	3,14	4,38	0,46
Financial Times A. Svizzera	2,08	0,86	3,29	4,70	0,44
Financial Times A. Irlanda	2,06	0,86	3,27	4,66	0,44
Financial Times A. Belgio	1,58	0,56	2,60	3,94	0,40
Financial Times A. Svezia	2,16	0,69	3,62	5,68	0,38
Financial Times A. USA	1,59	0,50	2,68	4,20	0,38
Financial Times A. Danimarca	1,51	0,41	2,62	4,27	0,35
Financial Times A. Germania	1,77	0,47	3,08	5,04	0,35
Financial Times A. Finlandia	2,78	0,73	4,83	7,94	0,35
Financial Times A. Spagna	2,03	0,49	3,56	5,95	0,34
Financial Times A. Gran Bret.	1,35	0,28	2,42	4,14	0,33
Financial Times A. Francia	1,35	0,03	2,68	5,14	0,26
Financial Times A. Norvegia	1,29	-0,06	2,63	5,19	0,25
Financial Times A. Italia	1,74	-0,21	3,69	7,56	0,23
Financial Times A. Austria	1,02	-0,29	2,33	5,06	0,20
Financial Times A. Australia	0,80	-0,69	2,28	5,73	0,14
Financial Times A. Nuova Zel.	0,74	-0,79	2,27	5,93	0,12
Financial Times A. Sudafrica	0,96	-1,08	3,00	7,89	0,12
Financial Times A. Messico	0,69	-2,29	3,67	11,55	0,06
Financial Times A. Hong Kong	0,34	-2,27	2,96	10,13	0,03
Financial Times A. Singapore	-0,24	-2,63	2,15	9,27	-0,03
Financial Times A. Malesia	-0,56	-3,83	2,71	12,66	-0,04
Financial Times A. Giappone	-0,63	-2,18	0,91	5,99	-0,11

➔ segue da pagina 18

associato ad un orizzonte temporale più ampio.

## FRONTIERA EFFICIENTE

Al fine di fornire una esemplificazione concreta del discorso, abbiamo calcolato la frontiera efficiente partendo da tutti i mercati potenziali ripor-

tati nella tabella. La base dei dati è rappresentata da una serie storica di 60 osservazioni mensili reali al 28/05/98, sufficiente per cogliere i comportamenti dei mercati in diverse condizioni e cicli economici e finanziari. Al sistema di ottimizzazione sono stati imposti vincoli che aumentano la

stabilità dei portafogli (anche se ne diminuiscono l'efficienza matematica): per ciascun mercato si è ammessa una quantità massima del 50% ed una presenza di almeno il 5% al fine di evitare una inutile frammentazione.

I portafogli indicati costituiscono l'insieme "ottimo ma-

## L'efficienza supera il concetto di mercato

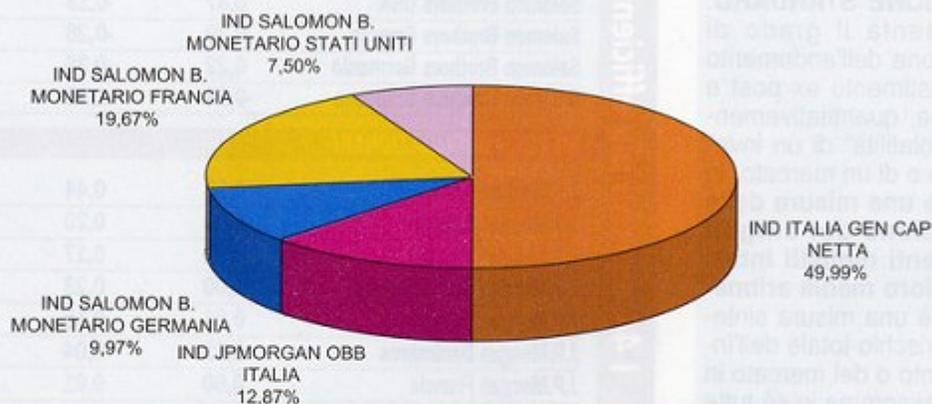
L'analisi attenta dei portafogli efficienti consente di cogliere appieno le straordinarie opportunità che possono essere colte con l'approccio quantitativo della *Modern Portfolio Theory*, in tutta la sua disarmante controintuitività.

Il portafoglio di inizio frontiera, il **PO1**, presenta un grado di rischio minore del mercato dei titoli di stato domestico (la deviazione standard è di 0,74 contro lo 0,97) nonostante vi sia la presenza di mercati con un profilo di rischio nettamente superiore (i mercati monetari internazionali ed il mercato obbligazionario italiano). Non solo. Il portafoglio **PO6**, con un grado di rischio minore del mercato obbligazionario italiano (deviazione standard pari a 1,75 verso 1,89) ma con una prospettiva di rendimento maggiore, è composto per oltre il 32% da mercati azionari con un grado di rischio molto elevato "in sé".

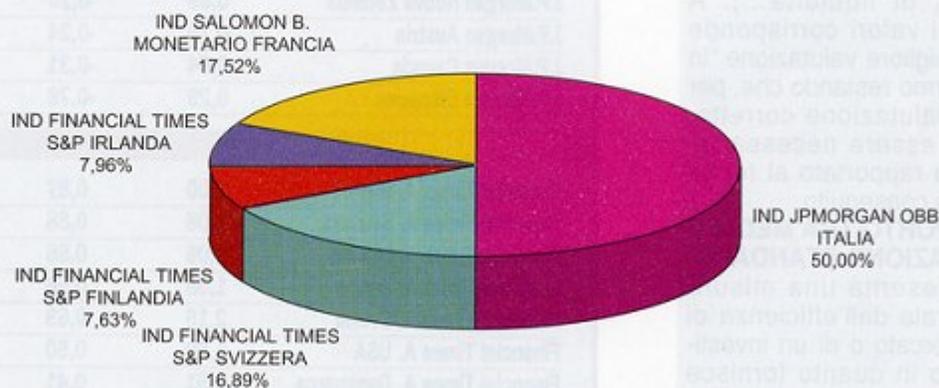
Ciò è reso possibile dall'effetto delle **correlazioni dei mercati che giocano un ruolo cruciale nel ridurre il livello del rischio totale**: ad esempio, nella fattispecie, il mercato obbligazionario italiano e quello azionario svizzero presentano un grado di correlazione molto basso, prossimo allo zero... Dal confronto delle tabelle dei portafogli efficienti e dei mercati si possono fare ulteriori ed interessanti considerazioni. Il portafoglio **P10** ha una **prospettiva di rendimento vicina** a quella del mercato azionario italiano, ma con un **grado di rischio del tutto differente** (2,75 contro 7,56 di deviazione standard). Il portafoglio **P14** presenta un grado di rischio di poco inferiore ad un BTP trentennale (3,75 verso 3,79), ma con un'attesa di rendimento del 2,03 contro l'1,34 del titolo a reddito

## DAL MINIMO AL MASSIMO RISCHIO: I 6 PORTAFOGLI EFFICIENTI

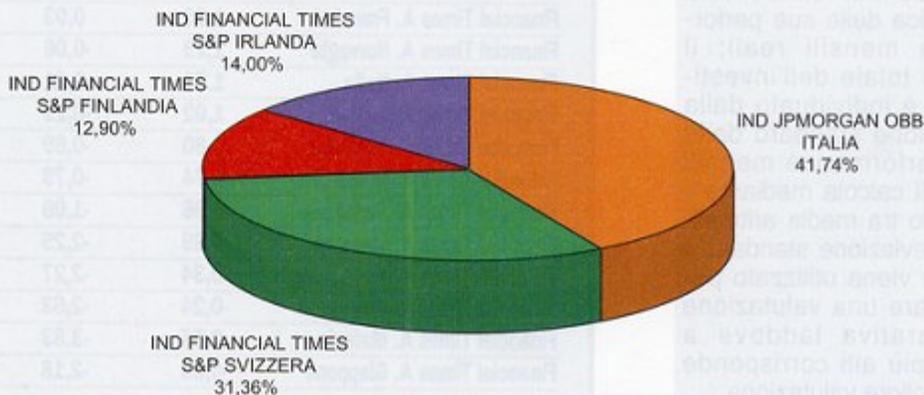
### ASSET DOMINANTE: P01 (Media:0,52;DevSt:0,74)



### ASSET DOMINANTE: P06 (Media:1,24;DevSt:1,75)



### ASSET DOMINANTE: P10 (Media:1,69;DevSt:2,75)



fitto; all'interno del portafoglio vi sono correlazioni di -0.04 tra il mercato azionario svizzero e quello finlandese e di 0.07 tra quello obbligazionario italiano e quello irlandese. Il portafoglio P18 presenta invece un livello di rischio leggermente superiore a quello del mercato azionario olandese (4.75 verso 4.52) ma ha una attesa di rendimento del 2.33 rispetto al 2.04 del singolo mercato.

La diversificazione efficiente in questo caso consente di ottenere, per ogni unità di rischio, lo 0.49 di rendimento contro un 0.45 del singolo mercato. Il portafoglio P22 con un rischio di poco superiore rispetto al mercato azionario svedese (5.75 verso 5.68) ha un'attesa di rendimento superiore (2.45 verso 2.16). Ancora, nel portafoglio PO1 si nota la presenza del mercato monetario tedesco (che risulta tra i meno efficienti nella tabella dei mercati monetari) mentre in tutti i portafogli si nota l'assenza del mercato azionario olandese (che risulta invece come mercato più efficiente nella tabella dei mercati azionari). Inoltre, osservando la frontiera efficiente ed il posizionamento del profilo di rischio-rendimento dei singoli mercati è evidente la dominanza dei portafogli efficienti verso i medesimi mercati componenti.

Tutte queste osservazioni "frantumano" la tradizionale convinzione che fa dipendere il grado di rischiosità dei portafogli dalla tipologia dei mercati componenti (monetari, obbligazionari, azionari) e vanificano la possibilità di comporre portafogli efficienti valutando singoli mercati, con metodi previsivi od anche quantitativi, senza tenere in debito conto le relazioni che si stabiliscono tra i medesimi.

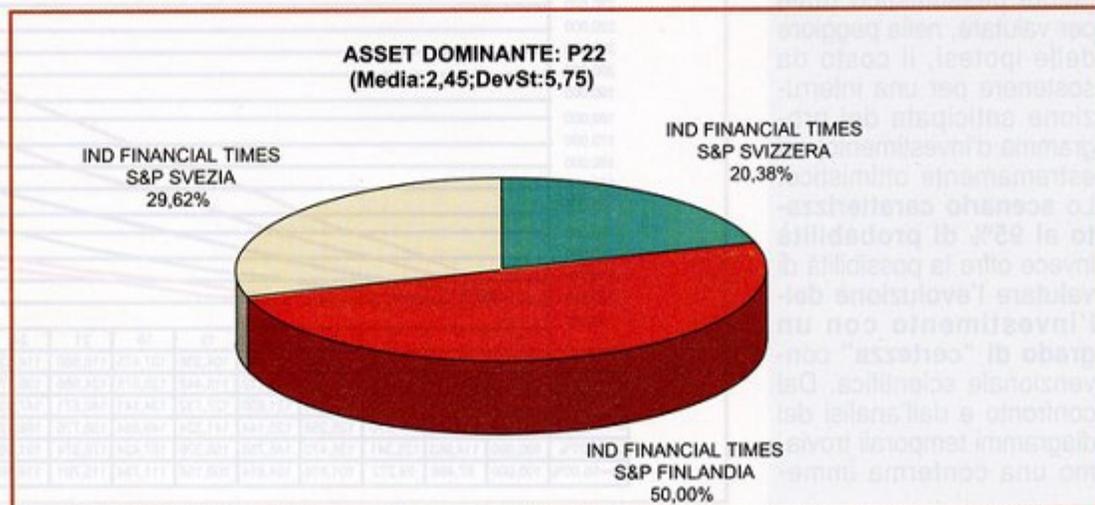
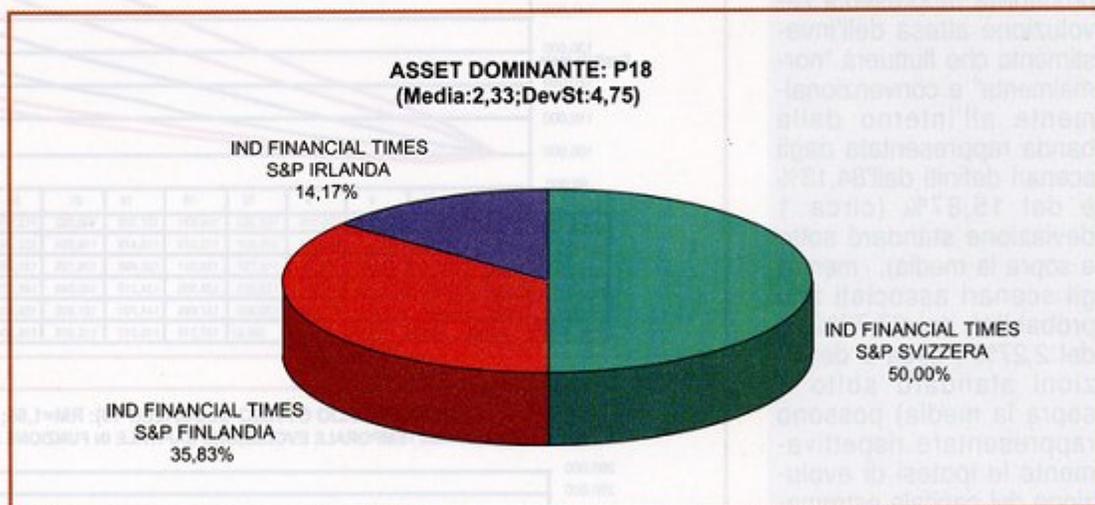
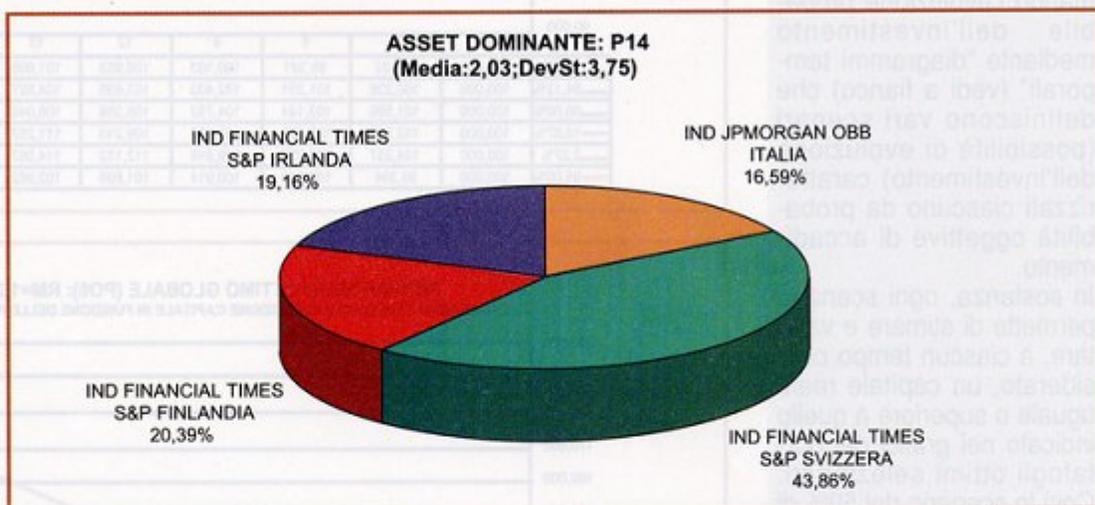
Questi esempi consentono una concreta percezione delle potenzialità dell'efficienza di un portafoglio, che va molto oltre le tradizionali concezioni di rischiosità e di prospettive rendimento dei singoli mercati.

tematico" sulla base dei dati analizzati al momento della loro elaborazione e per "catturare" le dinamiche dei mercati ed aggiornare le stime è sufficiente effettuare le analisi ogni 3 o 4 mesi. La tabella di pag. 20 riporta le caratteristiche di ciascuno dei 24 portafogli individuati sulla frontiera, ordinati per efficienza.

Il confronto delle caratteristiche dei portafogli efficienti ed i singoli mercati evidenzia le

caratteristiche di "dominanza" dei primi ai vari livelli di rischio, tenuto conto anche dei vincoli imposti al sistema. La scelta dei portafogli è funzione della propensione al rischio dell'investitore. E dall'osservazione del grafico della frontiera efficiente (pag. 20) si nota che all'inizio della curva **per acquisire un rendimento significativamente maggiore si deve assumere un minimo rischio in più** (ciò deve essere

valutato attentamente dall'investitore prudente), mentre verso la parte alta della curva è necessario assumere quantità di rischio via via maggiore per acquisire un incremento di rendimento meno significativo (ciò è da evitare per l'investitore razionale). Abbiamo isolato da pagina 23 sei dei 24 portafogli riportati nella tabella, in quanto maggiormente rappresentativi per una scelta di profilo rischio-rendimento.



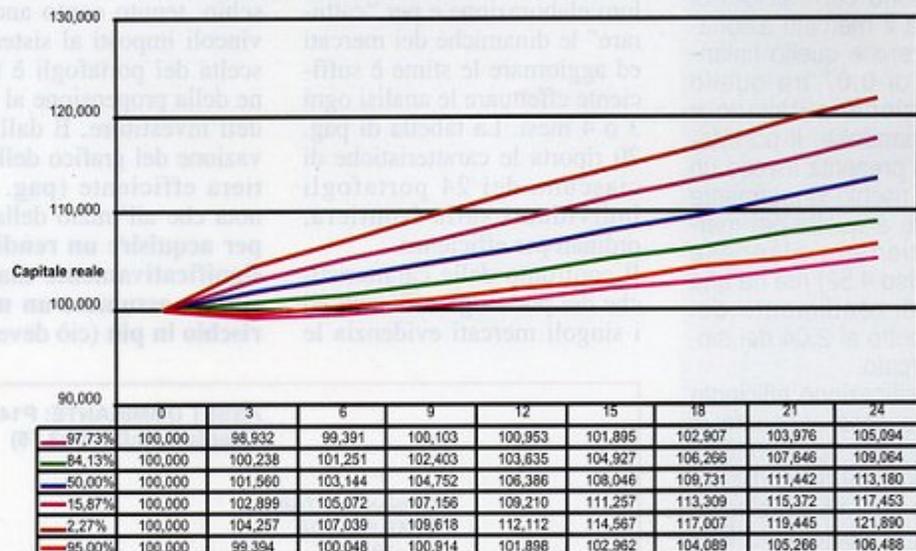
## La valutazione quantitativa della efficienza

Il concetto di efficienza non risulta immediatamente comprensibile se non viene "tradotto" in un linguaggio più immediato.

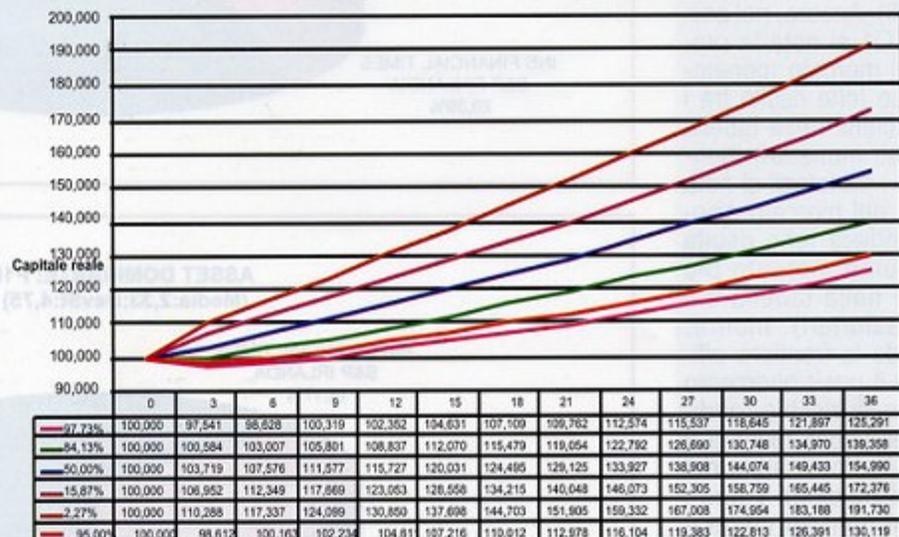
L'approccio quantitativo consente allora di valutare il grado di efficienza stimando l'evoluzione probabile dell'investimento mediante "diagrammi temporali" (vedi a fianco) che definiscono vari scenari (possibilità di evoluzione dell'investimento) caratterizzati ciascuno da probabilità oggettive di accadimento.

In sostanza, ogni scenario permette di stimare e valutare, a ciascun tempo considerato, un capitale reale uguale o superiore a quello indicato nei grafici dei portafogli ottimi selezionati. Così lo scenario del 50% di probabilità rappresenta l'evoluzione attesa dell'investimento che fluttuerà "normalmente" e convenzionalmente all'interno della banda rappresentata dagli scenari definiti dall'84,13% e dal 15,87% (circa 1 deviazione standard sotto e sopra la media), mentre gli scenari associati alla probabilità del 97,73% e del 2,27% (circa 2 deviazioni standard sotto e sopra la media) possono rappresentare rispettivamente le ipotesi di evoluzione del capitale estremamente pessimistico (utile per valutare, nella peggiore delle ipotesi, il costo da sostenere per una interruzione anticipata del programma d'investimento) ed estremamente ottimistico. Lo scenario caratterizzato al 95% di probabilità invece offre la possibilità di valutare l'evoluzione dell'investimento con un grado di "certezza" convenzionale scientifica. Dal confronto e dall'analisi dei diagrammi temporali troviamo una conferma im-

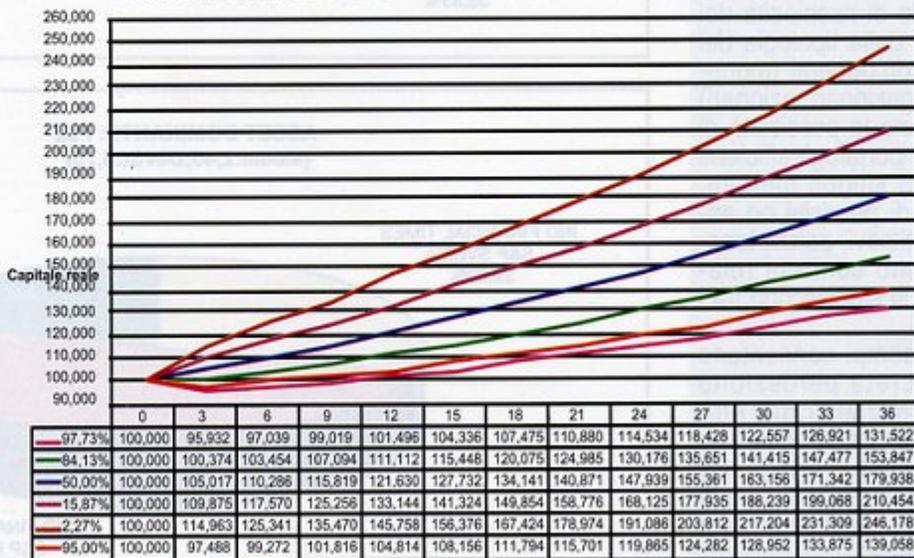
PORTAFOGLIO OTTIMO GLOBALE (PO1): RM=0,52; D.S.=0,74  
DIAGRAMMA TEMPORALE EVOLUZIONE CAPITALE IN FUNZIONE DELLE PROBABILITA'



PORTAFOGLIO OTTIMO GLOBALE (PO6): RM=1,24; D.S.=1,75  
DIAGRAMMA TEMPORALE EVOLUZIONE CAPITALE IN FUNZIONE DELLE PROBABILITA'

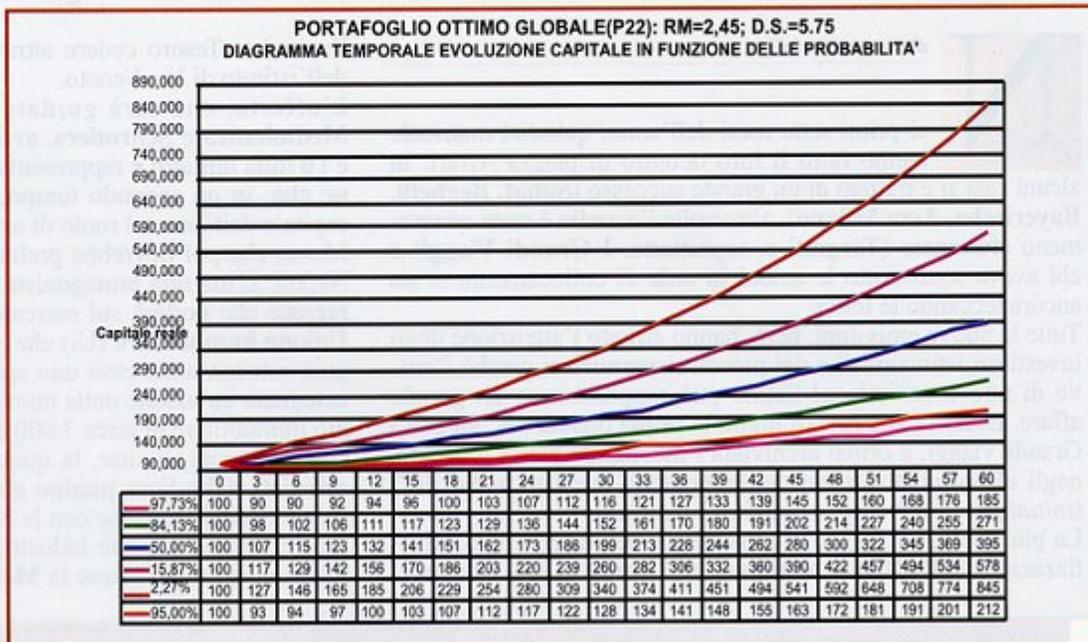
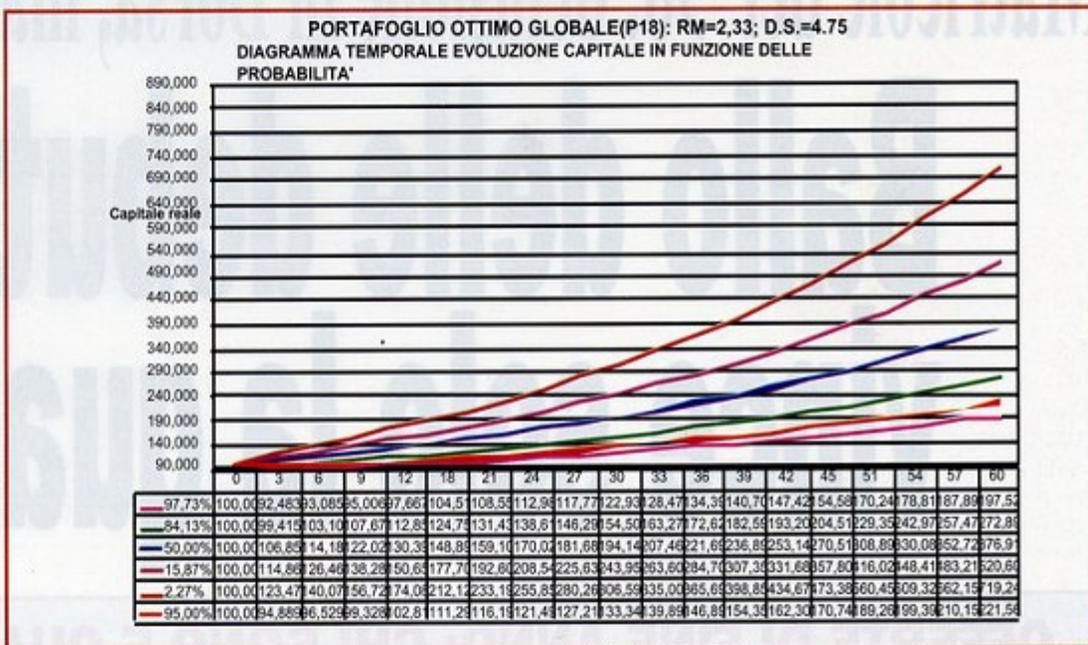
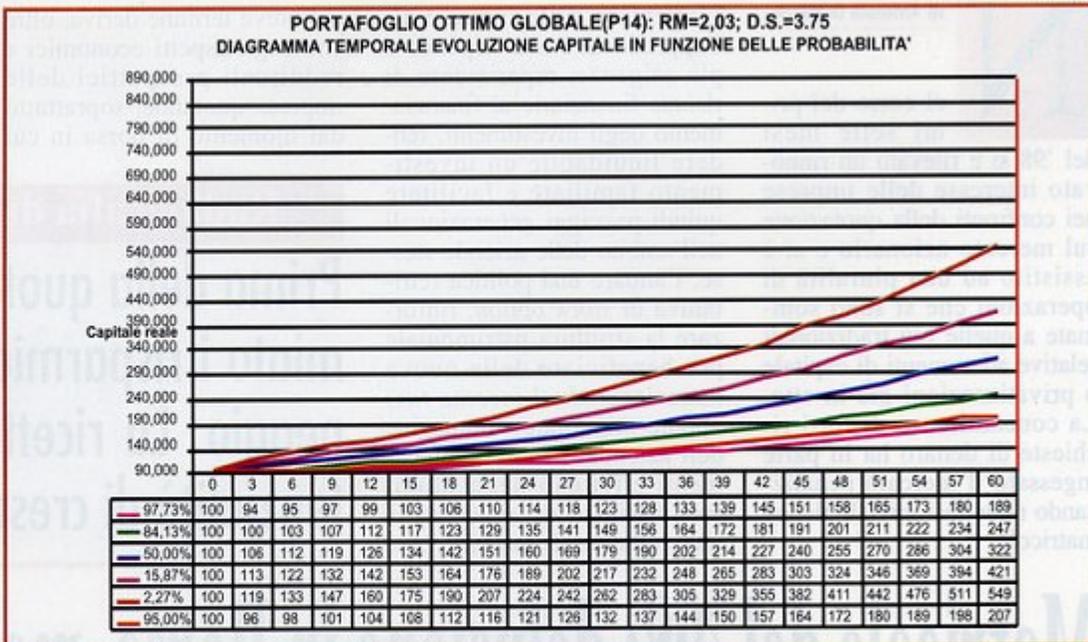


PORTAFOGLIO OTTIMO GLOBALE (P10): RM=1,68; D.S.=2,75  
DIAGRAMMA TEMPORALE EVOLUZIONE CAPITALE IN FUNZIONE DELLE PROBABILITA'



diatamente comprensibile degli effetti della MPT. Il confronto tra il PO1 ed il PO6 permette di valutare la non convenienza di detenere portafogli con il minimo profilo di rischio. Infatti, confrontando i valori del capitale stimato a 24 mesi si osserva che i capitali attesi (scenario al 50% di probabilità) ed i capitali stimati relativamente ad uno scenario estremamente prudente (al 97,73% di probabilità) sono di 113,180 / 105,094 per il PO1 mentre sono di 133,927 / 112,574 per il PO6. E' evidente che la scelta dell'investitore avverso al rischio del PO1 può risultare, alla luce di questi dati, non comprensibile se non nella sua preferenza di un minor "costo di liquidabilità" a 3 mesi (98,932 del PO1 verso il 97,541 del PO6) o della minore fluttuazione del capitale per l'intera durata dell'investimento (la distanza dei valori dei capitali stimati degli scenari 84,13% e 15,87%). Ancora, dal confronto dei diagrammi temporali dei portafogli P18 e P22 non si evidenzia la stessa macroscopica differenza riscontrata precedentemente, in quanto la scelta del portafoglio maggiormente aggressivo si giustifica per i valori stimati su scenari ottimistici (ad esempio, a 60 mesi al 2,27%, 845 del P22 verso 719 del P18) che un investitore orientato al rischio può ritenere compensativi del maggior rischio di liquidabilità e del maggior grado di fluttuazione del capitale che deve affrontare durante l'intera vita del programma di investimento.

**\* PROGeTICA s.r.l.**  
 Consulenza ed analisi quantitative degli investimenti  
 PROGeTICA, società di consulenza e formazione, è specializzata nella progettazione e realizzazione di:  
 • metodologie di analisi e valutazione quantitativa dei mercati e dei servizi d'investimento;  
 • modelli di gestione degli investimenti basati sulle teorie dell'efficienza;  
 • sistemi professionali consulenziali e di vendita dei servizi finanziari e assicurativi, rilasciati dopo verifica concreta sul campo.





Si prega di inviare lettere brevi indirizzate a:

**Investire, segreteria di redazione**  
via Santa Sofia, 27 - 20122 Milano

## FONDI: L'ACCUSA E LA DIFESA

L'analisi di 352 fondi italiani e 47 società di gestione su *Investire* di luglio ha innescato un dibattito. Riceviamo e volentieri pubblichiamo l'"autodifesa" di Walter Ottolenghi, amministratore delegato Mediolanum Gestione Fondi, e la risposta di PROGETICA. Ci auguriamo che su questi argomenti si possa aprire un confronto a più voci, costruttivo per i gestori e per i risparmiatori.

Caro direttore,

leggiamo sul numero di luglio un'ampia analisi quantitativa sui fondi comuni basata sulla *Style Analysis*. Riteniamo che, pur apparendo corretto l'impianto metodologico, alcune caratteristiche della base dati utilizzata tolgano significatività ai risultati raggiunti. Questo per una serie di motivi.

**L'utilizzo degli indici Fideuram** delle categorie, come di qualsiasi altro indice, come indici passivi sui quali misurare l'efficacia delle gestioni attive presuppone che i fondi della medesima categoria abbiano gli stessi obiettivi gestionali. Le motivazioni che hanno portato all'aggregazione dei fondi nelle diverse categorie sono invece diverse e consistono sostanzialmente nel dare un'informazione di massima ai risparmiatori, al momento della sottoscrizione, della tipologia del fondo (mercati di prevalente interesse, limiti di investimento, rischi valutari ecc....).

L'inserimento nelle diverse categorie avviene secondo un criterio di approssimazione, scegliendo, da parte delle singole società di gestione, la categoria che, come efficacia comunicativa, più si avvicina all'ambito di attività del fondo, a condizione che non vengano superati i vincoli e i limiti stabiliti da Assogestioni. Ad esempio, all'interno di una stessa categoria azionaria troviamo fondi che investono esclusivamente in *blue chips*, altri in azioni di risparmio, altri in piccole capitalizzazioni, altri esclusivamente in un singolo paese ed altri ancora in mercati emergenti della stessa area continentale. Tutte queste informazioni non sono desumibili dall'appartenenza ad una "categoria", ma solo dai regolamenti dei singoli fondi e, in alcuni casi, solo dai canali informativi diretti che le società di gestione mantengono nei confronti della propria clientela, acquisita o potenziale.

Lo stesso valore statistico delle serie storiche degli indici di categoria li rende comunque inadatti per le finalità dichiarate dall'analisi. Si deve infatti ricordare che l'adesione alle varie categorie avviene su base volontaria, sempre che si verificino le condizioni di base, ed è soggetta a variazione semestrale. Nell'arco di un triennio si verificano cinque turni di variazione, ciascuno dei quali interrompe la continuità di significato degli indici ai fini di un raffronto tra i diversi fondi partecipanti, ciascuno dei quali trascina la propria storia passata nella nuova categoria di appartenenza. Ad esempio, un fondo azionario che diventa obbligazionario mantiene i risultati storici di quando era azionario, chiaramente non comparabili con quelli degli altri fondi della stessa categoria. Per alcune scadenze l'incremento dell'indice di categoria è significativamente disallineato dall'incremento di tutti i propri componenti attuali, con i quali ha poco o nulla a che vedere per quanto riguarda il passato.

**L'indice di categoria** non ha quindi mai avuto né può avere altro valore di quello di fornire un'indicazione di massima dell'andamento dell'industria del risparmio gestito nelle sue varie componenti, in quanto aggrega in sé elementi spesso eterogenei e con finalità diverse. Né esistono, in generale, altri indici che possano fornire le indicazioni richieste per l'estensione di una *Style Analysis* come quella pubblicata. Un'aggregazione per *peers*, cioè fondi con gli stessi obiettivi gestionali, richiederebbe un numero di categorie decisamente superiore a quello esistente e, probabilmente, aumenterebbe la confusione degli investitori più di quanto soddisferebbe le esigenze degli esercizi statistici. Le società di gestione che offrono un'ampia gamma di prodotti eterogenei e non necessariamente correlati, quanto a *benchmark* o stile gestionale, con altri prodotti inseriti nelle varie categorie, hanno maggiori possibilità di ottimizzare gli obiettivi delle diverse fasce di clienti. L'offerta di più prodotti che abbiano caratteristiche tra loro molto diverse, anche se per semplicità inseriti nella stessa categoria, permette di coprire uno spettro molto più ampio di esigenze di investimento, equilibrando meglio, nel risultato finale, le diverse componenti di redditività e di rischio. (Richiamiamo come riferimento teorico, il modello di Markowitz). La validità di questo approccio è confermata da analisi condotte sui risultati complessivamente ottenuti dalla media dei clienti delle diverse società, che danno risultati diametralmente opposti a quelli dell'indagine da voi pubblicata. Ci rendiamo conto delle grandi difficoltà che si incontrano volendo dare un'informazione su un fenomeno complesso come quello del risparmio gestito, difficoltà che aumenteranno con l'introduzione del nuovo regime fiscale e con la prossima ridenominazione in Euro delle attività finanziarie. E' quindi auspicabile un maggiore coordinamento di verifica sulla validità delle metodologie e delle fonti informative adottate.

Per parte nostra confermiamo, come ci è del resto noto, la disponibilità a collaborare per tali verifiche.

Walter Ottolenghi, amministratore delegato Mediolanum Gestione Fondi

Rispondono gli autori, Claudio Grossi e Gaetano Megale, di PROGETICA. Il confronto tecnico sulla valutazione del fenomeno del risparmio gestito in Italia porta benefici a tutti, in termini di trasparenza ed efficacia informativa.

**LA CRITICA.** La critica tecnica sollevata riguarda essenzialmente l'utilizzo degli Indici Fideuram come parametro di riferimento in quanto non rappresentativi di un "peer group", approssimativi e quindi inadatti per l'analisi e la valutazione delle abilità gestionali. In sostanza, la tesi espressa è che gli Indici di categoria non hanno le qualità tecniche per una valutazione comparativa dei Fondi Comuni, obiezione quindi di ordine generale che riguarda, immaginiamo, tutte le analisi di valutazione dei fondi comuni pubblicate in Italia e che utilizzano tale classificazione per confrontare i Fondi.

Siamo costretti a non condividere questa tesi per diversi ordini di motivi. Innanzi tutto, e per quanto ci riguarda, dobbiamo ritenere, per l'affidabilità ed il prestigio di chi li elabora, che la costruzione ed il calcolo degli Indici Fideuram di comparto sia corretta. Quindi, la qualità di fedeltà degli Indici Fideuram è, per noi, fuori discussione.

L'ipotesi che gli indici di categoria non rappresentino con un grado sufficiente di fedeltà la realtà dei fondi comuni sarebbe, inoltre, molto preoccupante soprattutto per le situazioni nelle quali i medesimi indici vengano utilizzati per determinare le commissioni di performance degli strumenti del risparmio gestito ed addirittura assunti come benchmark per le linee gestionali. A tal proposito troviamo sufficienti ed autorevoli rassicurazioni nella posizione della stessa Assogestioni. Infatti non possiamo non rilevare la differenza di valutazione esistente tra l'a. d. di Mediolanum Gestione Fondi e Assogestioni, di cui la Mediolanum Gestione Fondi fa parte.

Infatti, in una recentissima e sofisticata ricerca dell'Assogestioni, (*Quaderni di documentazione e ricerca, "La classificazione dei fondi comuni di investimento"*, nr.19, Roma, '98), a pagina 75 sono riportate le seguenti conclusioni: "Questi risultati da una parte confermano la rappresentatività e valenza informativa della classificazione Assogestioni, oltre che da un punto di vista delle caratteristiche dei portafogli dei fondi, anche nell'ottica dei profitti di redditività derivanti dalla gestione di tali portafogli. Dall'altra parte, essi indicano alcune direttrici di riflessione che potrebbero portare sia a una revisione di alcuni criteri della griglia di classificazione, pur lasciandone invariata l'architettura generale, sia a una analisi delle problematiche ancora aperte del mercato finanziario italiano nel quale i fondi di investimento operano e dalle cui caratteristiche non possono prescindere". In sintesi, ci sembra che Assogestioni affermi che l'attuale classificazione, pur suscettibile di miglioramento, sia allo oggi sufficientemente attendibile per gli scopi del confronto e valutazione.

Per tali motivi abbiamo ritenuto appropriato utilizzare gli Indici di comparto come parametro di riferimento dell'analisi che, ricordiamo, ha voluto indagare circa le singole e totali abilità gestionali, isolando gli effetti dovuti al mercato e quindi dare una informativa meno equivoca, ci auguriamo, di quella basata esclusivamente sui rendimenti ex post. Inoltre, leggendo nella lettera di Ottolenghi che "una aggregazione dei fondi con gli stessi obiettivi gestionali richiederebbe un numero di categorie decisamente superiore e, probabilmente, aumenterebbe la confusione degli investitori" cogliamo l'occasione per proporre una nostra opinione: per ridurre la confusione è proprio necessario "realizzare tante categorie quanti sono i fondi" nel senso di ottenere dai fondi la comunicazione del proprio benchmark come elemento contrattuale centrale nel processo di valutazione ex post ed ex ante dei fondi stessi. Generalmente parlando, in assenza di una informativa totalmente trasparente riteniamo che le metodologie quantitative come il modello *BHB* e la *Style Analysis* servano proprio, utilizzando le parole di W. Sharpe, "a fare ordine nel caos".

Detto questo, vogliamo affrontare due questioni di dettaglio tecnico sollevate. Viene evidenziato, ad esempio, che all'interno di una stessa categoria azionaria si trovano fondi che investono molto diversamente (*blue chips*, azioni risp., ecc....) e ciò viene portato a riprova della approssimazione della classificazione. In realtà questa diversità è proprio ciò che l'indagine ha voluto individuare (valutazione delle abilità di *asset decision*), confrontando la struttura comportamentale dei mercati di riferimento del singolo fondo (*normal*) con l'aggregato dei mercati dell'Indice di appartenenza. Inoltre, l'eventuale effetto delle variazioni semestrali ed i turni di variazione dei fondi è stato moderato valutando la stabilità della strategia di investimento mediante "r quadro" in quanto sono stati ammessi all'analisi (v. pag. 19 dell'articolo) solo i fondi con un valore accettabile: almeno il 75%. Ancora, l'esempio limite del fondo azionario che diventa obbligazionario è controllabile, in quanto è stato utilizzato il criterio Assogestioni di sospensione del computo delle performance in caso di cambiamenti di categoria (v. pag. 20).

**LA PROPOSTA.** Condividiamo appieno la proposta metodologica di analisi come una delle modalità di valutazione dei risultati ottenuti dalle Società di Gestione in termini di *asset allocation* sulla media dei clienti. Tale metodologia, infatti, valuta anche (se non soprattutto) l'efficienza del canale distributivo nel proporre *asset allocation* diversificate in maniera efficiente. Non abbiamo motivo di dubitare dell'affermazione che altre analisi (purtroppo non abbiamo avuto l'opportunità di visionarle) portino a risultati "diametralmente opposti": diverse sono le finalità e le variabili contemplate (ricordiamo ancora una volta che la nostra elaborazione era centrata totalmente sulle abilità gestionali), diversi sono i sistemi di riferimento e diverse le metodologie.

**L'AUSPICIO.** Corrispondiamo all'auspicio di "un maggior coordinamento di verifica sulla validità delle metodologie e delle fonti informative adottate". Naturalmente, ed è del tutto ovvio, non ci sentiamo monopolisti della "verità" e confermiamo la nostra disponibilità a contribuire, per ciò che possiamo, ad una maggiore trasparenza dell'industria del risparmio gestito. Nella fattispecie, a dare criteri di valutazione che siano meno fuorvianti e di maggior supporto e serenità per gli investitori di quello del rendimento ex post dei fondi.