

di Claudio Grossi
e Gaetano Megale
PROGETTICA srl *

La vita quotidiana impone continuamente di prendere delle decisioni le cui conseguenze influenzano il futuro del decisore e di coloro che gli sono vicini. Le decisioni di investimento si caratterizzano come particolarmente influenti in quanto possono rappresentare una condizione di base per assumere ulteriori decisioni che impattano su un ampio spettro di obiettivi di vita. Generalmente le decisioni di investimento vengono assunte basandosi sull'intuizione o su stati emotivi che forse uno psicologo potrebbe meglio in-

tale può essere impiegata in base ad un preciso schema, sintetizzato in quattro passaggi fondamentali: 1) **analisi e valutazione dell'efficienza dei mercati** (l'argomento è stato trattato nel numero di agosto '98 di *Investire*); 2) **definizione del benchmark** ovvero della composizione più efficiente dei mercati che permette il controllo del rischio dell'investimento e la valutazione a priori dei risultati statisticamente attesi (l'argomento è stato trattato nel numero di settembre '98 di *Investire*); 3) la **selezione degli strumenti finanziari efficienti e coerenti con la tipologia di investimento**, in particolar modo gli OICR, Organismi d'Inve-

FONDI GARANTITI DODICI MESI

SELEZIONATE I MIGLIORI: ANALISI QUANTITATIVA SU 875 PRODOTTI

ECCO I TOP PER ABILITA' GESTIONALE:
UNA SUPERGAMMA DI 57 OFFERTE
PER QUATTRO PROFILI DI INVESTITORE

I TRE CAMPIONI DELL'ANNO PROSSIMO

	TOT. PRESENZE	1° posto	2° posto	3° posto
PARVEST	8	2	3	3
ABN AMRO	5	3	2	0
CREDIT SUISSE	5	1	1	3

L'ordinamento delle Società maggiormente efficienti relativamente alla componente più specificatamente gestionale ("active") è stato compiuto in funzione del numero di presenze all'interno della "supergamma" (vedi pagina 56) e, a parità di presenze, in funzione dei piazzamenti al 1° posto.

terpretare. Nei casi "migliori" le decisioni d'investimento sono assunte sulla base di informazioni, costituite da fatti e dati oggettivi comunque parziali, e non sulla base della "conoscenza" che consiste nella comprensione delle informazioni stesse. A tal proposito, già nell'84, J. Naisbitt scriveva nel suo libro *Megatrends* "... stiamo annegando nell'informazione e morendo per la fame di conoscenza...". Le **teorie dell'efficienza dei mercati** possono invece fornire strutture razionali di decisione che consentono di individuare, sulla base di modelli matematico-statistici, l'alternativa più coerente con l'obiettivo, tenendo naturalmente conto dei vincoli oggettivi e soggettivi del decisore. L'investimento quantitativo può rappresentare una metodologia razionale che come

stimento Collettivo del Risparmio ovvero fondi comuni e SICAV, (i diversi procedimenti di valutazione sono stati trattati nei numeri di luglio e ottobre '98 di *Investire*) e, 4) la **costruzione del portafoglio di OICR per "replicare" efficientemente il benchmark** (l'argomento è stato trattato nel numero di novembre '98 di *Investire*) che consente all'investitore di raggiungere concretamente gli obiettivi prefissati.

Applicando il processo di investimento quantitativo, abbiamo identificato quattro tipologie di investitore, in funzione della diversa propensione al rischio (denominandole secondo la terminologia tradizionale di **prudente, difensivo, equilibrato e aggressivo**). A ciascuna tipologia abbiamo poi associato un *benchmark*, tutti individuati sulla frontiera

efficiente. I grafici 1.2, 2.2, 3.2 e 4.2 consentono di effettuare una valutazione ex ante dell'efficienza dei benchmark utilizzando il linguaggio dei diagrammi temporali (l'argomento è stato trattato nel numero di settembre '98 di *Investire*): essi descrivono l'evoluzione probabilistica dei valori dell'investimento, base 100, in funzione del tempo (da 3 a 60 mesi).

I diversi scenari probabilistici possono fornire una rappresentazione concreta del *trade off* rischio-rendimento, laddove i valori compresi tra le due linee del 84% e 16% sono da considerare maggiormente probabili e quindi statisticamente "normali". Inoltre il lettore potrà quantificare e valutare la maggiore profittabilità

nel lungo termine dei benchmark più rischiosi, dovendo tuttavia sopportare la possibilità di subire maggiori perdite nei primi periodi dell'investimento (linea del 95%, che rappresenta uno scenario fortemente negativo) e più ampie oscillazioni potenziali nel tempo. I grafici 1.4-5, 2.4-5 3.4-5 e 4.4-5 fanno inoltre emergere le qualità di maggiore efficienza dei portafogli di OICR ottimizzati relativamente ai rispettivi benchmark.

MODALITA' DI COSTRUZIONE DEI PORTAFOGLI OTTIMI

Partendo dall'attuale classificazione dei fondi italiani, fondi lussemburghesi e SICAV, sono state prese in considerazione soltanto quelle categorie che probabilmente

"sopravviveranno" alla partenza dell'Euro. Ad ogni comparto è stato associato un indice di mercato coerente, come da tabella 1, ed è stata effettuata una valutazione di efficienza, come da tabella 2. Su tale insieme di mercati è stata calcolata la **frontiera efficiente** (con il vincolo che un singolo indice non poteva essere rappresentato per più del 33,33%) e sono stati definiti i quattro benchmark con profili di rischio-rendimento differenti per le diverse tipologie di Investitore. Dagli stessi comparti di partenza sono stati individuati gli OICR, con una **serie storica di almeno 36 mesi al 30/10/98** (in totale 875) e di ciascuno di essi è stata determinata l'efficienza della componente relativa alle

attività gestionali (nel gergo, "active") con la metodologia della **Style Analysis**.

Successivamente sono stati selezionati i primi tre OICR di ciascuno dei 19 comparti, con la maggiore efficienza di abilità gestionale, per un totale di 57 OICR: la **supergamma dei prodotti migliori per il '99**, come da tabella 3. Questa valutazione consente di focalizzare l'attenzione sulla capacità del gestore di ottenere extrarendimenti in proporzione al maggior rischio assunto, rispetto ai mercati di riferimento dell'OICR medesimo. Infine, utilizzando un algoritmo di indicizzazione e secondo un processo di ottimizzazione "a cascata" (che ha consentito di eliminare, per fasi successive, gli OICR presenti



Tabella 1

CATEGORIA	INDICE DI MERCATO
Azionari America	MSCI STATI UNITI
Azionari Europa	MSCI EUROPA
Azionari Francia	MSCI FRANCIA
Azionari Germania	MSCI GERMANIA
Azionari Gran Bretagna	MSCI GRAN BRETAGNA
Azionari Internazionali	MSCI WORLD
Azionari italiani	MSCI ITALIA
Azionari Olanda	MSCI OLANDA
Azionari Pacifico	MSCI PACIFICO
Azionari Paesi Emergenti	MSCI PAESI EMERG.
Azionari spec. Italia	MSCI ITALIA
Azionari Svizzera	MSCI SVIZZERA
Bilanciati internazionali	50% MSCI WORLD 50% JPM WORLD
Obbligaz. Gran Bretagna	JPM GRAN BRETAGNA
Obbligaz. Misti internazionali	JPM WORLD
Obbligaz. Puri internazionali	JPM WORLD
Obbligaz. Spec. Area Dollaro	JPM STATI UNITI
Obbligaz. Spec. Area Yen	JPM GIAPPONE
Obbligazionari Europa	JPM EUROPA

Tabella 2

INDICI DI MERCATO	REND. MEDIO	DEV. STAND.	INDICE DI EFFIC.
JPM EUROPA	0,572	1,801	0,318
MSCI STATI UNITI	1,357	4,858	0,279
MSCI SVIZZERA	1,528	5,793	0,264
JPM GRAN BRETAGNA	0,792	3,005	0,264
MSCI OLANDA	1,210	4,944	0,245
MSCI EUROPA	1,069	4,552	0,235
MSCI GRAN BRETAGNA	0,905	4,472	0,202
MSCI GERMANIA	1,071	5,414	0,198
50% MSCIW 50% JPMW	0,570	2,886	0,198
JPM GLOBALE	0,402	2,049	0,196
MSCI WORLD	0,739	4,431	0,167
MSCI ITALIA	1,241	7,562	0,164
MSCI FRANCIA	0,921	5,752	0,160
JPM STATI UNITI	0,360	2,646	0,136
JPM GIAPPONE	0,275	4,412	0,062
MSCI MERCATI EMERGENTI	-0,567	7,750	-0,073
MSCI PACIFICO	-0,779	5,969	-0,130

Tabella 3

CATEGORIA	SOCIETÀ	OICR	REND. MEDIO	DEV. STAND.	RM ACTIVE	DS ACTIVE	EFFIC. ACTIVE
OBBLIGAZIONARI EUROPA	ABN Amro	ABN Bond Europe/Usd	0,721	2,413	0,023	0,757	0,030
	Credit Lyonnais	C.Lyn L.Conv.EURO/Ecu	1,408	3,309	0,044	2,191	0,020
	Credit Lyonnais	C.Lyn L.Interoblig/Ecu	0,461	1,293	-0,028	0,603	-0,046
AZIONARI AMERICA	Credit Suisse	CS Eq.USA/Usd	1,827	5,356	0,563	1,702	0,331
	Azimut	Azimut America	1,722	4,868	0,323	1,137	0,284
	Prime Merrill	Prime Mrl.Amer	1,512	4,219	0,382	1,426	0,268
AZIONARI SVIZZERA	GIF Credit Agr. Indosuez	GIF Svizzera/Chf	1,670	7,015	0,188	1,706	0,110
	Parvest	Parvest Switzerland/Chf	1,596	6,003	-0,014	1,279	-0,011
	Jiulius Baer	JB M-Stck Swiss/Chf	1,272	5,671	-0,135	1,529	-0,088
OBBLIGAZ. GRAN BRETAGNA	Flemings	Fff Sterling Bond/Gbp d	1,000	2,824	-0,118	0,677	-0,174
	Credit Suisse	CS Bond Sterling/Gbp	1,016	2,628	-0,144	0,541	-0,267
	Commercial Union	C.Union Stg Reserve/Gbp	0,593	2,503	-0,614	1,186	-0,518
AZIONARI OLANDA	Parvest	Parvest Holland/Nlg	1,843	4,996	0,494	1,593	0,310
	Commercial Union	C.Union Dutch Grw./Nlg	1,820	5,354	0,474	1,539	0,308
	Credit Suisse	CS Eq.Netherlands/Nlg	1,845	5,293	0,502	2,148	0,234
AZIONARI EUROPA	La Centrale	Centrale Cent.Europa	2,109	4,846	0,743	0,997	0,745
	ABN Amro	ABN Eq.Europe/Usd	2,054	5,184	0,509	1,035	0,492
	Parvest	Parvest Belgium/Bef	1,898	4,798	0,745	1,731	0,430
AZIONARI GRAN BRETAGNA	Fonditalia	Fditalia Eq.Britain/Itl	1,413	4,248	0,227	1,036	0,219
	Parvest	Parvest UK/Gbp	1,545	4,503	0,263	1,309	0,201
	GIF Credit Agr. Indosuez	GIF Regno Unito/Gbp	1,461	4,516	0,118	1,129	0,104
AZIONARI GERMANIA	ABN Amro	ABN Eq.Germany/Dem	2,479	6,800	0,886	1,755	0,505
	Commercial Union	C.Union German Grw./Dem	1,716	5,723	0,247	0,680	0,364
	Parvest	Parvest Germany/Dem	1,540	5,702	0,003	1,631	0,002
BILANCIATI INTERNAZIONALI	Parvest	Parvest Balanc.USD/Usd	0,941	2,743	0,400	0,975	0,410
	Parvest	Parvest Conserv.USD/Usd	0,713	2,624	0,096	0,654	0,146
	Fideuram	Fideuram Perf.	1,037	4,347	0,099	1,603	0,061
OBB. MISTI INTERNAZIONALI	Coogestioni	Coogest. Aureo Bond d	0,745	1,338	0,138	0,512	0,269
	G.I.Gest	G.I.Gest Qdfoglio Conv.	1,036	3,246	-0,334	1,046	-0,319
	Flemings	Fff Glob.Equity/Usd d	0,527	4,275	-0,673	1,331	-0,505
OBB. PURI INTERNAZIONALI	ABN Amro	ABN Bond Global/Usd	0,745	2,273	0,188	0,505	0,372
	GIF Credit Agr. Indosuez	GIF Obb.Globale/Usd	0,553	1,843	0,075	0,713	0,105
	Sogersel	Sogersel Fndersel Int.	0,501	1,380	-0,004	0,493	-0,008
AZIONARI INTERNAZIONALI	ING Sviluppo	ING Svl. ING Indice Glb	1,209	4,425	0,263	0,637	0,413
	La Centrale	Centrale Cent.G8 Blu.Cp	1,284	4,706	0,284	0,999	0,284
	Fondigest	Fondigest Cari.Ariete	1,061	4,279	0,295	1,246	0,237
AZIONARI ITALIANI	S.Paolo	S.Paolo SPF Azioni	3,071	7,527	1,862	3,677	0,506
	Gestiveneto	Gveneto Venetoblue	2,308	6,781	0,802	1,875	0,428
	Anima	Anima Fondo Trading	1,584	4,877	0,823	2,121	0,388
AZIONARI SPEC. ITALIA	Roma	Roma Italy Stock Mang.	2,396	6,489	0,869	2,472	0,351
	Roma	Roma Gfondi Az.Italia	2,423	7,882	0,779	2,565	0,304
	Euromobiliare	Euromob. Eur.Az.Ital.ne	2,237	6,788	0,403	1,354	0,298
AZIONARI FRANCIA	Commercial Union	C.Union French Grw./Frf	1,748	5,925	0,251	1,525	0,165
	State Street Banque	S.St. Act.France/Itl	1,703	6,113	0,209	1,683	0,124
	Credit Suisse	CS Eq.France/Frf	1,505	5,592	-0,004	1,619	-0,002
OBB. SPEC. AREA DOLLARO	Credit Lyonnais	C.Lyn L.Interoblig/Usd	0,577	2,683	-0,003	1,012	-0,003
	Morgan Stanley	MS-I US H.Yield Bnd/Usd	0,700	3,202	-0,122	1,340	-0,091
	Parvest	Parvest Obli-Dollar/Usd	0,551	2,312	-0,068	0,571	-0,118
OBB. SPEC. AREA YEN	Arca Fondi	Arca Arca Bond Yen	-0,008	2,696	0,025	1,546	0,016
	Euromobiliare	Euromob. Eur.Yen Bond	0,009	3,345	-0,112	1,143	-0,098
	Credit Suisse	CS Bond YEN/Jpy	-0,188	3,893	-0,217	1,412	-0,153
AZIONARI PAESI EMERGENTI	ING Sviluppo	ING Svl. ING Emg.Mkt.Eq	-0,198	8,425	0,622	2,255	0,276
	Fondigest	Fondigest Cari.P.Emerg.	-0,299	8,275	0,370	1,932	0,191
	Fondicri	Fondicri Fdcrici A.Potenz	0,180	6,049	0,182	1,566	0,116
AZIONARI PACIFICO	Invesco International Ltd	Inv. PS Asia Enter./Usd	-0,134	10,240	0,530	4,631	0,114
	ABN Amro	ABN Eq.Japan/Usd	-0,302	6,306	0,112	1,846	0,060
	Gestiras	Ras Adriatic Far East	-0,920	5,113	-0,016	1,628	-0,010

con meno del 5% nel portafoglio) sono stati costruiti i quattro portafogli ottimi, in funzione dei rispettivi *benchmark*.
Le caratteristiche dei *bench-*

mark e dei portafogli sono riportate nella tabella 4. L'intero processo può essere descritto dallo schema a pagina 55. Le indicazioni ed i dati non costituiscono garanzia per

i risultati futuri. Le analisi effettuate sono da noi ritenute attendibili, ma comunque non è possibile garantire, in maniera assoluta, la loro completezza ed accuratezza.

Le chiavi di lettura delle analisi

(in ordine alfabetico, i termini in corsivo rimandano alla chiave di lettura)

BETA: misura la reattività del portafoglio rispetto al *benchmark*. A valori maggiori di 1 corrisponde una maggiore aggressività, a valori minori di 1 una maggiore difensività. Per l'investitore che intende replicare il mercato, la migliore valutazione è rappresentata dall'indice con valore prossimo all'1 accompagnato dal più alto valore di R quadro (v. RQ). Tecnicamente, il beta rappresenta il coefficiente lineare della regressione dei rendimenti del *benchmark* e del portafoglio

DS ACTIVE: misura del rischio dell'attività gestionale rispetto ai mercati di riferimento dell'OICR. A valori minori corrisponde una migliore valutazione.

DEV. STAND.: rappresenta il grado di oscillazione dell'andamento dell'investimento 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 assomma in sé tutte le fonti di rischio (di paese o di area geografica, di mercato, cambio, interesse, inflazione, emittente, liquidità...). A minori valori corrisponde una migliore valutazione "in sé" fermo restando che, per una valutazione corretta, deve essere necessariamente rapportato al rendimento conseguito.

EFFICIENZA ACTIVE: rapporto tra il Rendimento Active e la DS Active. Individua il premio per unità di rischio della componente gestionale.

INDICE DI EFFICIENZA: rapporto tra il rendimento medio e la deviazione standard. Misura il **premio di rendimento per ogni unità di rischio totale assunto.** A valori maggiori corrisponde una migliore valutazione.

LINEA 16% (DIAGRAMMA TEMPORALE): stima del capitale al 16% di probabilità. È statisticamente definito limite fiduciale superiore della banda di normalità entro la quale il capitale si evolve. A valori maggiori corrisponde una migliore valutazione.

LINEA 50% (DIAGRAMMA TEMPORALE): stima di crescita del capitale al 50% di probabilità. Deve essere interpretato

come valore centrale attorno al quale, ragionevolmente, si attende che il capitale oscilli nel tempo; all'aumentare del tempo si attende una maggiore convergenza. A valori maggiori corrisponde una migliore valutazione.

LINEA 84% (DIAGRAMMA TEMPORALE): stima del capitale all'84% di probabilità. È statisticamente definito limite fiduciale inferiore della banda di normalità entro la quale il capitale si evolve. A valori maggiori corrisponde una migliore valutazione.

LINEA 95% (DIAGRAMMA TEMPORALE): statisticamente definito come limite fiduciale inferiore al 95% di probabilità. Rappresenta il valore di capitale minimo ottenibile in caso di scenario fortemente pessimistico. A valori maggiori corrisponde una migliore valutazione.

RENDIMENTO ACTIVE: componente di extrarendimento rispetto ai mercati di riferimento dell'OICR e comunemente attribuita all'attività del gestore. Quantità maggiori di zero forniscono l'indicazione del valore aggiunto del Gestore.

REND. MEDIO: rendimento medio mensile reale calcolato sulla base di 36 osservazioni dal 31/11/95 al 30/10/98. A valori maggiori corrisponde una migliore valutazione, fermo restando che per una corretta analisi deve essere rapportato all'indice di rischio (deviazione standard).

RQ O R QUADRO: definito anche come indice di diversificazione, indica la percentuale di variazione del portafoglio spiegata dal mercato di riferimento (il *benchmark*). Varia da 0 a 100 e a valori maggiori corrisponde una migliore valutazione in quanto la strategia di investimento è maggiormente stabile.

* 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.

PROGeTICA s.r.l.

Via Marsala 11, 20121 Milano, Tel. 02/29.06.01.15

e-mail: progetic@tin.it

Tabella 4

Caratteristiche generali

	REND. MEDIO	DEV. STAND.	INDICE DI EFFICIENZA	BETA	RQ
BENCHMARK PRUDENTE	0,643	1,771	0,363		
PORTAFOGLIO OTTIMO PRUDENTE	0,741	1,718	0,431	0,950	95,82%
BENCHMARK DIFENSIVO	1,290	2,925	0,441		
PORTAFOGLIO OTTIMO DIFENSIVO	1,275	2,876	0,443	0,976	98,53%
BENCHMARK EQUILIBRATO	1,629	4,202	0,388		
PORTAFOGLIO OTTIMO EQUILIBRATO	1,692	4,251	0,398	1,000	97,75%
BENCHMARK AGGRESSIVO	1,851	5,677	0,326		
PORTAFOGLIO OTTIMO AGGRESSIVO	1,934	5,322	0,363	0,929	98,29%

Grafico 1.1

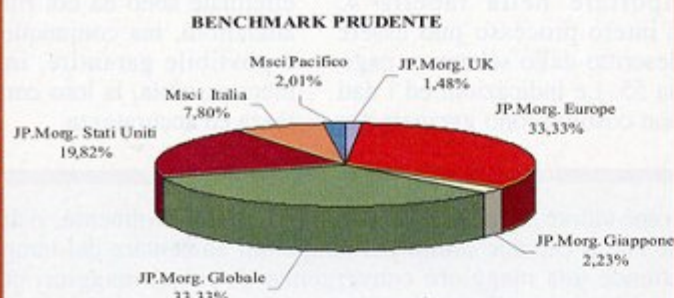


Grafico 2.1

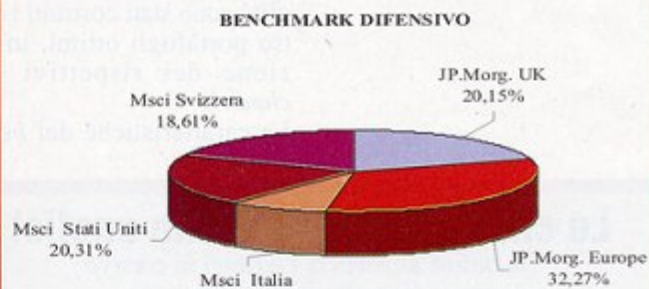


Grafico 1.2

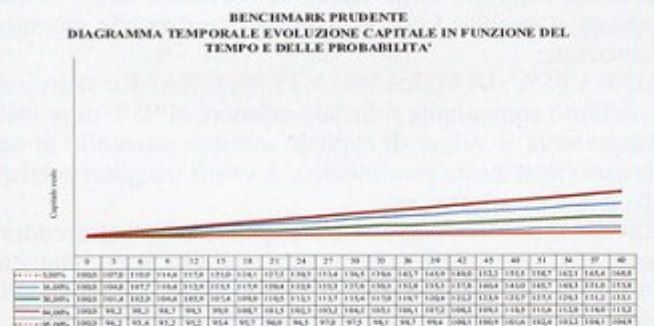


Grafico 2.2

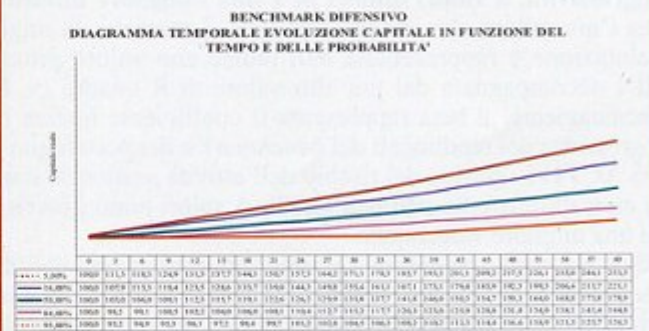


Grafico 1.3

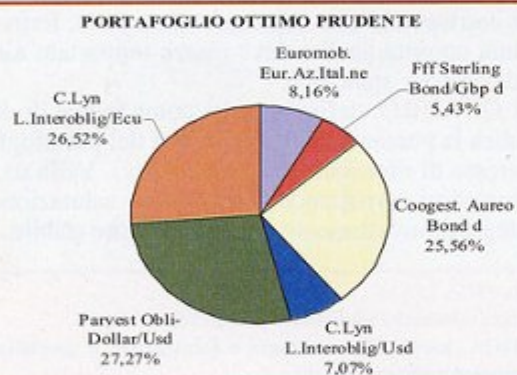


Grafico 2.3

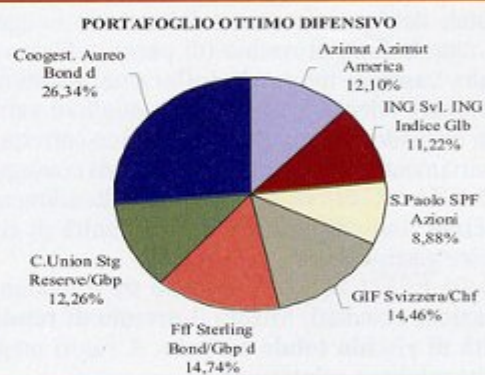


Grafico 1.4

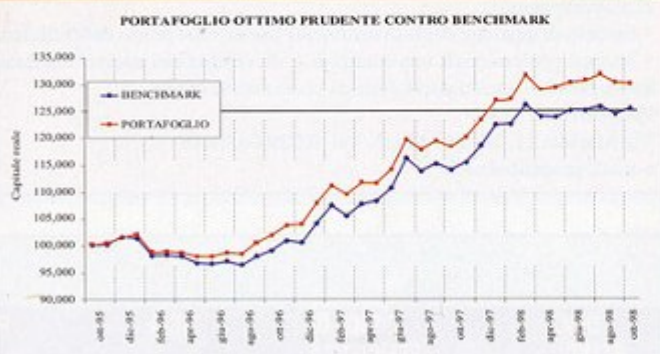


Grafico 2.4

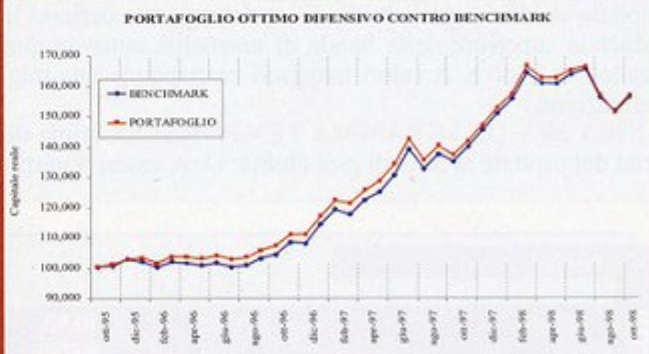


Grafico 1.5

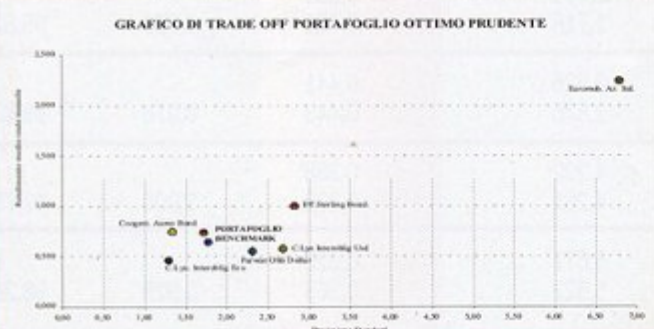


Grafico 2.5



Grafico 3.1

BENCHMARK EQUILIBRATO

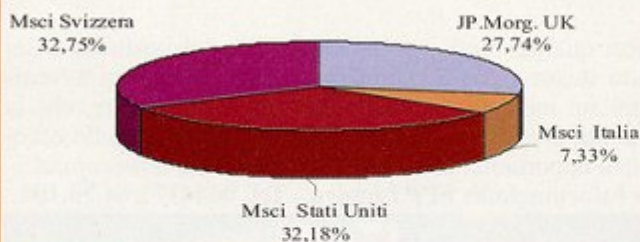


Grafico 4.1

BENCHMARK AGGRESSIVO

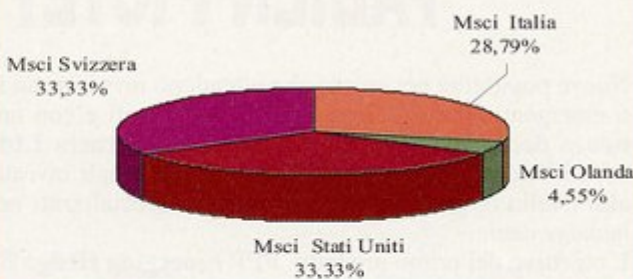


Grafico 3.2

BENCHMARK EQUILIBRATO
DIAGRAMMA TEMPORALE EVOLUZIONE CAPITALE IN FUNZIONE DEL TEMPO E DELLE PROBABILITA'

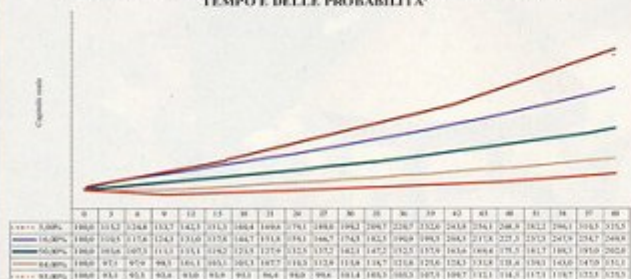


Grafico 4.2

BENCHMARK AGGRESSIVO
DIAGRAMMA TEMPORALE EVOLUZIONE CAPITALE IN FUNZIONE DEL TEMPO E DELLE PROBABILITA'

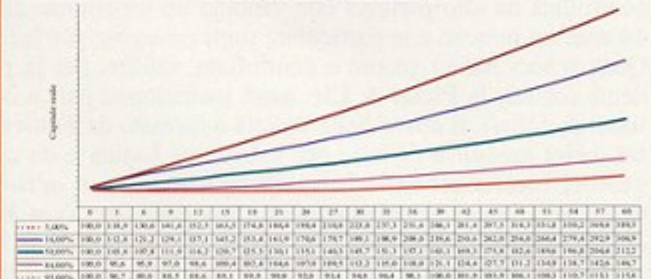


Grafico 3.3

PORTAFOGLIO OTTIMO EQUILIBRATO

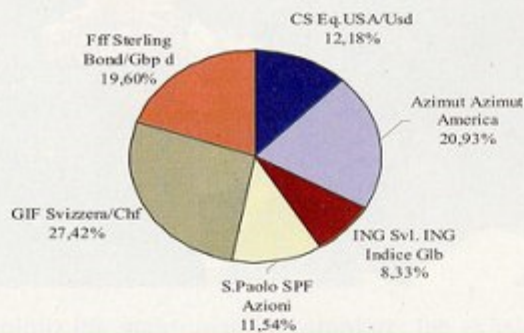


Grafico 4.3

PORTAFOGLIO OTTIMO AGGRESSIVO

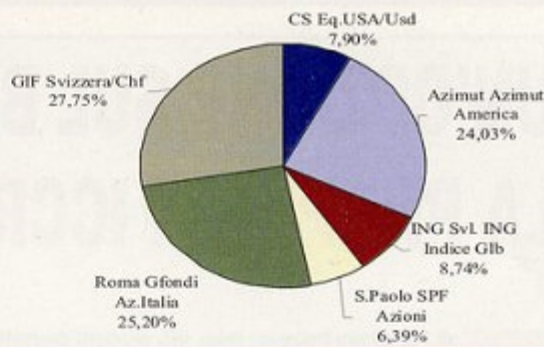


Grafico 3.4

PORTAFOGLIO OTTIMO EQUILIBRATO CONTRO BENCHMARK

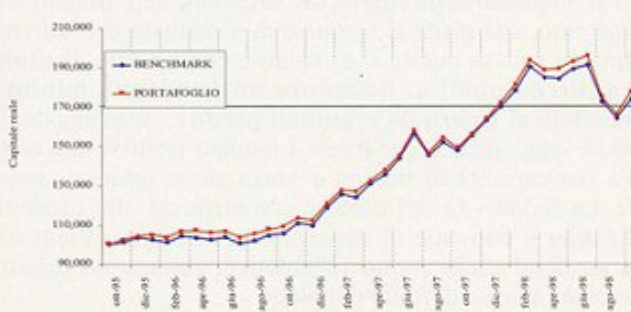


Grafico 4.4

PORTAFOGLIO OTTIMO AGGRESSIVO CONTRO BENCHMARK

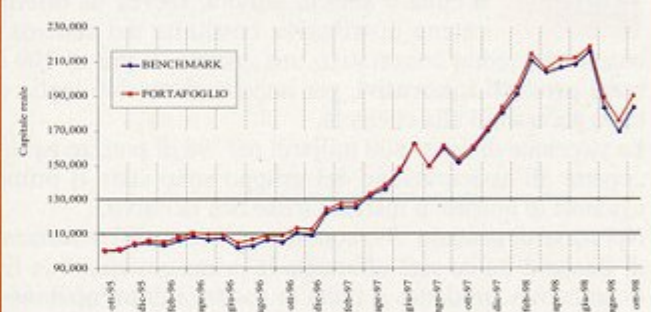


Grafico 3.5

GRAFICO DI TRADE OFF PORTAFOGLIO OTTIMO EQUILIBRATO

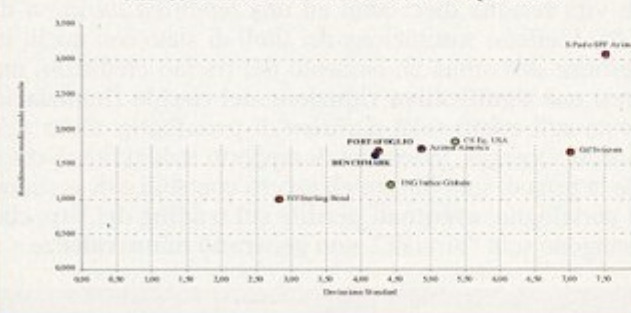


Grafico 4.5

GRAFICO DI TRADE OFF PORTAFOGLIO OTTIMO AGGRESSIVO

