

LA "MODERN PORTFOLIO THEORY" E LA ALLOCAZIONE EFFICIENTE DEI MERCATI

La definizione di un **profilo di rischio-rendimento** di un investimento viene effettuata adottando un **"benchmark"**, ossia una composizione di mercati di investimento che consentiranno, in seguito, di realizzare il portafoglio. Il *benchmark* è rappresentato da un insieme di indici, definiti da società specializzate, che rappresentano mercati specifici. I mercati possono essere definiti in termini di **"asset class"** (ad esempio, monetario Euro, obbligazionario globale ed azionario internazionale) oppure in termini di mercati geografici (ad esempio, mercati obbligazionari ed azionari relativi alle aree USA, Europa ecc...). Variando l'impiego e la composizione dei mercati è possibile ottenere diversi profili di rischio-rendimento laddove la valutazione delle alternative deve essere effettuata congiuntamente su due fattori: il **rischio** (rischio di fluttuazione dell'investimento nel tempo) ed il **rendimento** (remunerazione nel tempo del grado di rischio assunto).

IL CONTROLLO DEL RISCHIO DELL'INVESTIMENTO

Il principio in base al quale è possibile controllare il grado di fluttuazione del-

Figura 1



le risorse è derivato dalla **Modern Portfolio Theory (MPT)** della quale vogliamo riproporre semplicemente alcune idee di base. La MPT parte da questo presupposto: le relazioni tra i mercati all'interno di un *benchmark* sono più importanti dei singoli mercati che lo compongono in quanto ne definiscono l'andamento complessivo. Infatti, per poter ridurre significativamente il rischio è necessario comporre *ben-*

chmark le cui singole componenti risultino correlate negativamente o comunque non altamente correlate; in altre parole, i singoli mercati devono essere caratterizzati da trend con oscillazioni tendenzialmente opposte o comunque diverse. L'osservazione della **figura 1** consente di apprezzare i benefici di questo tipo di diversificazione in quanto si dimostrano gli effetti potenziali della correlazione negativa dei due mercati che, addirittura, annulla la fluttuazione del *benchmark* (composizione al 50% dei due mercati).

La massima remunerazione del rischio. Il principio dell'MPT consente anche di assolvere alla necessità di puntare, nel tempo, alla massima remunerazione ottenibile al grado di rischio assunto.

Nella **figura 2** si evidenzia che è possibile incrementare il rendimento a parità di rischio con una composizione particolare di mercati connotati da diversi profili di rischio-rendimento, ma sempre correlati negativamente. Infatti, il *benchmark* formato dal 44% del mercato 4 e dal 56% del mercato 3 presenta il medesimo grado di fluttuazione del mercato 3, ma il risultato è apprezzabilmente maggiore.

Figura 2

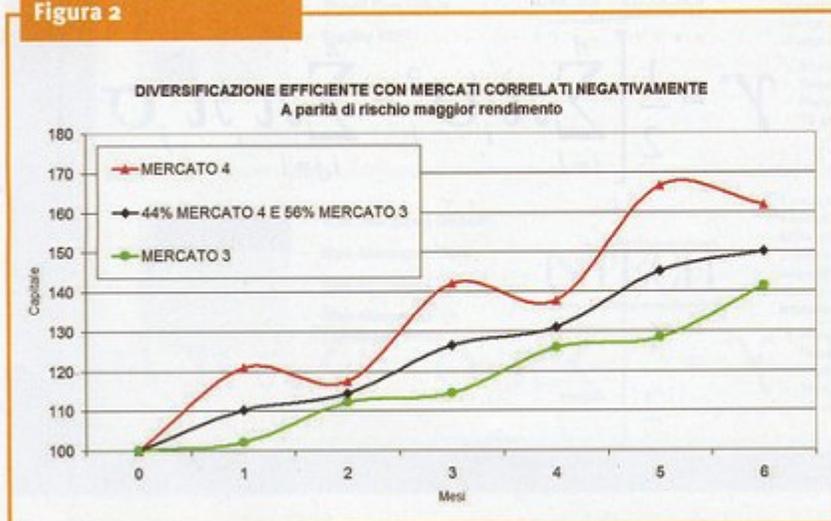
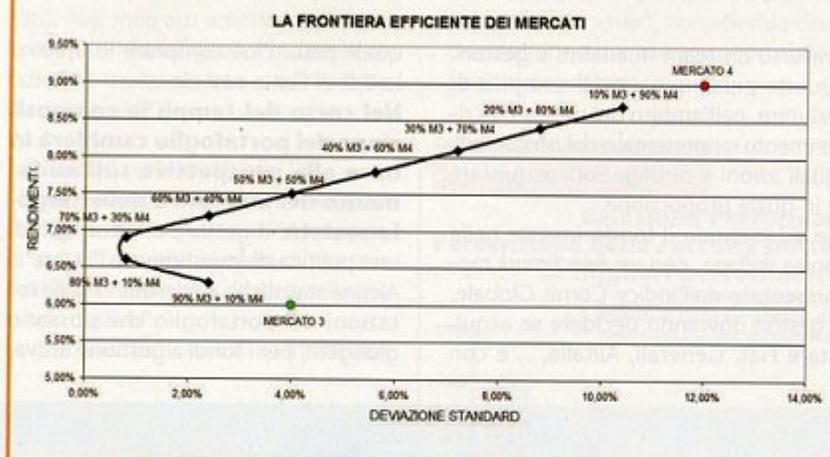


Figura 3



IL TRADE OFF RISCHIO-RENDIMENTO

L'impiego di particolari procedure di calcolo informatico (algoritmi di ottimizzazione) consente di individuare, partendo da un congruo numero di mercati, i *benchmark* che giacciono sulla "frontiera efficiente", ossia quelli che **massimizzano il rendimento a parità di rischio e quelli che minimizzano il rischio a parità di rendimento.**

La frontiera efficiente presenta una qualità di grande importanza: le caratteristiche tecniche dei *benchmark* efficienti (deviazione standard, rendimento medio e correlazione) su archi temporali ragionevoli, sono tendenzialmente stabili e si modificano lentamente dando così l'opportunità di intervenire con interventi correttivi. 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 il risparmiatore una grande opportunità per ridurre il rischio totale del *benchmark*. Al fine di fornire un'esemplificazione concreta del discorso, nella **figura 3** è rappresentata una frontiera efficiente utilizzando il rendimento medio di periodo e la deviazione standard (una misura del grado medio di fluttuazione dell'investimento nel tempo) dei mercati 3 e 4, i cui andamenti sono riportati nella figura 2.

I vari *benchmark* ottenuti da diverse combinazioni evidenziano la potenzialità della diversificazione efficiente di mercati con opposto andamento. Innanzitutto si noterà come il *benchmark* composto con il 90% dal mercato 3 e il 10% dal mercato 4 sia meno rischioso e più performante del mercato 3. Ciò dimostra che aggiungendo un mercato più rischioso il *benchmark* può ridurre il grado di rischio complessivo ed addirittura incrementare il rendimento. Inoltre, si nota che sia il mercato 3 che i *benchmark* formati rispettivamente dal 90% e dall'80% del mercato 3 sono "inefficienti" in quanto esistono particolari combinazioni di mercati che, allo stesso grado di rischio, presentano un rendimento medio maggiore. Questi esempi consentono una concreta percezione delle potenzialità dell'efficienza di un *benchmark* che va oltre le tradizionali concezioni di rischiosità e di prospettive rendimento dei singoli mercati.

Il trade off (punto di equilibrio) del rendimento e del rischio di ciascun benchmark ha caratteristiche significativamente diverse dalle qualità dei singoli mercati e solo particolari combinazioni possono presentare, a ciascun grado di rischio, la massima potenzialità di rendimento.

a cura di Progetica

UNA COPPIA DI NOBEL PER IL RISPARMIO

Harry Markowitz (nella foto), premio Nobel per l'economia nel 1991, introduce con la Portfolio Selection il concetto di



correlazione e covarianza e presenta l'idea di frontiera efficiente dell'investimento ottimale. Durante un congresso a Washing-

ton, affermò che il portafoglio di mercato poteva difficilmente essere considerato efficiente. Andava quindi fatto un distinguo tra mercato efficiente e portafoglio efficiente. «Il recinto alle grida della Borsa di New York - disse - può essere 'efficiente' nel senso di 'equilibrato', ma il 'portafoglio di mercato' viene costruito mettendo in corrispondenza i pesi del portafoglio con i pesi della capitalizzazione delle azioni dell'indice».

William Sharpe (nella foto a fianco), premio Nobel per le



scienze economiche nel 1990, è professore di Finanza alla Stanford University dal 1970.

Sharpe è conosciuto per essere stato uno degli studiosi che ha dato via al CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) e per aver sviluppato il *Sharpe ratio*, il rapporto Sharpe per l'analisi delle performance degli investimenti, il metodo binomiale per la valutazione delle opzioni, il gradiente per l'ottimizzazione dell'*asset allocation* e lo stile di analisi basato sul rendimento per valutare le performance dei fondi d'investimento.