

Se gli indici di mercato battono il gestore-trader

ternazionale degli investimenti offre le condizioni per esprimere il massimo della potenzialità. L'obiezione a questi sorprendenti risultati potrebbe essere che sono definiti ex post e quindi senza valore pratico per il futuro. Ciò è corretto se la valutazione riguarda singoli mercati o prodotti, ma dal momento che la Mpt introduce metodologie basate su un formidabile apparato matematico e statistico, forse è necessario soffermarsi su alcune riflessioni che definiscano il grado di validità, le condizioni e il dominio di applicabilità.

Impossibile ottenere profitti sistematici

Il fondamento teorico di riferimento della Mpt e dei modelli derivati è rappresentato dall'ipotesi di efficienza dei mercati (Emh) e quindi dalla impossibilità teorica di realizzare profitti speculativi sistematici. Ciò che è possibile ottenere dalla gestione efficiente degli investimenti è un risultato coerente con il livello di rischio degli stessi e con un appropriato orizzonte temporale. Il trade off rischio-rendimento è stato ormai convalidato da autorevoli studi tra i quali quelli di Sharpe, di Jensen e di Sharpe e Cooper.

Una teoria particolare, nell'ambito dell'Emh, la Random walk theory, interpreta i fenomeni finanziari secondo un paradigma stocastico e non deterministico permettendo l'impiego accorto di sofisticate metodologie statistiche. Proprio queste consentono di sostenere la capacità ragionevolmente predittiva degli indici statistici utilizzati anche grazie a una serie di accorgimenti per aumentare in misura



netta la loro stazionarietà nel tempo. Tutto ciò ha trovato dimostrazione nei risultati concreti ottenuti dall'applicazione delle metodologie quantitative nei confronti delle gestioni attive quali il trading, market timing o sector o security selection, basati sulle previsioni e/o sull'individuazione di attività non valutate correttamente dal mercato.

Una enorme mole di ricerche (Fuller, Murphy, Jensen...) evidenziano che sino a oggi non ha potuto essere dimostrata alcuna continuità di performance dei gestori trader laddove Russel ha concluso che le chance dei migliori di ripetere il loro successo erano statisticamente corrispondenti a una probabilità del 50% (the coin-flipping chance of success). Come se non bastasse, diverse analisi tendono a dimostrare la superiorità degli indici di mercato verso gli stessi trader (eccellente è l'analisi effettuata da Brian).

Finanche i risultati ottenibili tramite l'utilizzo del non con-

sentito insider trading vengono molto ridimensionati, come risulta anche dallo studio di Nejat Seyung dell'università del Michigan. Lo stato attuale della ricerca e dell'esperienza internazionale circa i modelli quantitativi dovrebbe rappresentare uno stimolo per valutare ipotesi di approfondimento, sperimentazione o adozione. Gli ostacoli risiedono in tre ordini di fattori che frenano l'evoluzione della cultura degli investimenti e si autosostengono in un pericoloso circolo vizioso: la complessità oggettiva dei modelli quantitativi, la resistenza al cambiamento, gli interessi in gioco.

Tre fattori che alimentano il circolo vizioso

Un fattore oggettivo è rappresentato dalla complessità delle conoscenze, competenze e informazioni necessarie per applicarle concretamente alla gestione delle risorse finanziarie, come chi ha esteso queste note ha potuto sperimentare nel realizzare un modello quantitativo già divenuto operativo. Tutto è ancora più complesso dal momento che sono a disposizione, oltre a quello classico di media-varianza, una serie di modelli da scegliere in funzione degli obiettivi di investimento, delle tipologie di attività oggetto della gestione, degli orizzonti temporali, dell'oggetto della ottimizzazione (risk premium optimizer o probability optimizer?). Le scelte possono divenire veramente complesse e delicate per l'indispensabile conoscenza dei limiti di ciascun modello e quindi delle metodologie che consentono il loro rigoroso controllo, per esempio, le modalità, la frequenza e l'ampiezza del riposizionamento del portafoglio.

Un probabile secondo fattore soggettivo di ostacolo è la psicologia del gestore che può resistere, più o meno inconscia-

mente, al cambiamento e alla innovazione dei modelli quantitativi per lo scetticismo verso teorie così fortemente controintuitive e discordanti con tutto ciò che invece ha supportato sinora l'operato della gestione degli investimenti.

Inoltre può pesare anche il timore di perdita di immagine, per la sensazione di riduzione di potere e di controllo sull'oggetto e sulla funzione attualmente vista come la più qualificante: la definizione dell'asset allocation. Potrebbe anche essere avvertita la percezione dell'impossibilità o dell'incapacità di elevarsi a un livello di controllo più evoluto, così come richiede l'applicazione delle teorie quantitative di gestione.

Terzo fattore di ostacolo potrebbe annidarsi nel conflitto di interesse per il fatto che i modelli passivi non necessitano di elevate rotazioni di portafoglio ma di minimi e accorti riposizionamenti. È un fattore che costituisce, nel mercato finanziario più avanzato del mondo, gli Usa, un motivo di rovente polemica che sta generando un vero e proprio movimento etico degli investitori privati contro gli investitori istituzionali (la polemica on-line può essere colta su Internet, Frank Armstrong, all'indirizzo <http://www.gnn.com/gnn/meta/finance/feat/21st/index.html>).

In conclusione, sembra che vi siano elementi sufficienti per obbligare all'analisi e alla valutazione delle possibilità di impiego di metodologie di gestione che non meritano di essere accantonate o sviliate sbrigativamente e superficialmente con definizioni come quelle di passive, intesa nel modo negativo del termine, «inutili se non dannose» e «inefficaci». Per contro, sembra nello stesso tempo corretto valutare e analizzare modelli scientifici e innovativi di gestione attiva. Anche qui il campo di evoluzione delle possibilità di impiego di metodologie di gestione è ampio e al di là dei gestori guru esistono modelli e teorie matematiche deterministiche come, per esempio, la Chaos Theory che sembra superare ampiamente i limiti delle tecniche tradizionali.

Filosofie di gestioni attive e passive sono modelli che possono e devono coesistere sia per ragioni metodologiche, sia per rispondere alle diverse attese del mercato; è possibile ipotizzare la diversificazione sulle filosofie di gestione? Noi crediamo che questa ipotesi sia una strada auspicabile e profittevole. Per tutto ciò le filosofie passive non possono e non devono essere ignorate o ricusate per principio, perché nessuna resistenza culturale e nessun altro interesse può prevalere su quello del risparmiatore. (riproduzione riservata)

Giorgio Angiolini è consigliere delegato di Save sim.
Gaetano Megale è partner di Progetica srl, società di consulenza e formazione nel settore finanza

Milano Finanza Editori Spa

20122 Milano, via Marco Burigozzo, 5, tel. 58.219.1 (secl. passante), Telefax (02) 58.317.518 - 58.317.509, 00186 Roma, Piazza San Lorenzo in Lucina n. 26, tel. (06) 687.1208 - r.a. - Telefax (06) 6892781-68300800.

Prezzo per copia Italia: L. 4.500 - Sped. abb. post. gr. 170. **Copie arretrate:** comporre il numero (02) 58312763. Risponderà la segreteria telefonica. Dopo il segnale acustico indicare cognome, nome, indirizzo, numero telefonico, la pubblicazione arretrata desiderata e la relativa data di uscita. Ai non abbonati è richiesto l'invio anticipato del doppio del prezzo di copertina a Milano Finanza Editori, preferibilmente mediante francobollo, e a mezzo assegno. La richiesta sarà evasa entro 30 giorni. **Tariffe abbonamenti Italia:** abbonamento annuale (52 numeri) con prelievo postale e consegna agli uffici decentrati L. 170.000, semestrale (26 numeri) L. 90.000, **Estero:** L. 232.000 (semestrale L. 180.000) posta ordinaria. Tariffe posta aerea su richiesta. **Tariffe abbonamenti MF+Milano Finanza (offerta speciale combinata):** Italia annuale Lire 370.000 (consegna uffici decentrati), Italia semestrale Lire 195.000 (consegna uffici de-

centrati). Estero annuale Lire 780.000 (posta ordinaria). Estero semestrale Lire 490.000 (posta ordinaria). Tariffe posta aerea su richiesta. **Stampa:** Milano, STEM Editoriale Spa, Via Brescia 22, Cornusio SN (Milano). Roma, Lato Sud Srl, Via Tiburtina 1099, 00156 Roma. Ricezione e fotocomposizione: Milano, Stem - Roma: Eurografica Srl. **Distribuzione Italia:** Erinne srl, Via Marco Burigozzo 5, 20122 Milano, tel. (02) 58.219.297. **Concessionaria esclusiva per la pubblicità:** Seat - Divisione Stet. **Subconcessionaria esclusiva:** Classpubblicità Spa, Via Burigozzo 8, 20122 Milano. **Amministratore delegato:** Roberto Marcolongo (02) 58.219.521. **Direttore commerciale:** Elena Rossi. **Tariffe pubblicitarie a modulo:** commerciali, finanziari, legali: L. 260.000; domanda e offerta di personale: L. 260.000; aziende informatiche: L. 260.000. Supplementi per posizioni di rigore: +25%.

Reg. al Trib. di Milano n. 266 del 14-4-89. Direttore responsabile Paolo Panerai

Milano Finanza è un marchio registrato di Handelsblat (KAY)

Autore: Giorgio Angiolini e Gaetano Megale. Illustrazione: Paolo Panerai. Design: Paolo Panerai. Foto: Paolo Panerai.