



*Bruno Solnik,
autore di questo
articolo ripreso da
Wealth
Management, la
rivista del gruppo
UBS, è professore
di finanza alla
École des Hautes
Études Commercial
di Parigi e
collaboratore della
Stanford Graduate
School Business*

La gestione degli investimenti tra arte e scienza

di Bruno Solnik

Le certezze finiscono spesso per vacillare davanti alla scelta dell'investimento da fare. I dati di profitto di Google a gennaio hanno fatto registrare un incremento dell'82% negli utili trimestrali ma in sole cinque settimane le azioni hanno per-

so quasi un terzo del valore perché gli analisti si aspettavano risultati migliori. L'indice azionario mondiale ha perso circa il 40% tra gennaio 2000 e dicembre 2002 dopo la forte crescita alla fine degli anni 90. Le stesse obbligazioni possono subire gravi perdite se i tassi di interesse crescono all'improvviso e gli hedge fund, spesso presen-

tati come investimenti sicuri e ad alto rendimento, si sono dimostrati uno strumento a dir poco "fiacco" nel 2005.

Gli esempi citati mostrano che i risultati passati non servono a predire il futuro e che è molto rischioso concentrarsi su un singolo investimento o su una classe di investimenti anche se essi hanno ottenuto un rendimen-

to eccezionale nel breve periodo. La soluzione è invece pensare a una strategia che consideri il portafoglio nel suo complesso e che tenti di gestirlo equilibrando desideri e paure, sogni e realtà, speranze e rischi. Il rischio può essere definito come una significativa perdita di valore o come oscillazione del valore nel breve periodo. I rischi sono per loro stessa natura imprevedibili. Per questo dovrebbero essere diversificati e gestiti all'interno di un portafoglio con stili e classi di investimento differenti. La diversificazione consente di assorbire l'impatto di fattori specifici sul singolo investimento ed è resa possibile dal fatto che le quotazioni degli investimenti non sono pienamente correlate, cioè non si muovono in sintonia. Nella strutturazione di un portafoglio occorre non lasciarsi distrarre dalle prospettive del singolo investimento ma puntare l'attenzione sulla valutazione complessiva.

La moderna teoria della gestione del portafoglio

L'obiettivo della gestione del portafoglio è di generare il maggior rendimento possibile assumendo il minimo rischio possibile. Se è vero che non esiste rendimento senza rischio è pur vero che si può mirare a eliminare i rischi indesiderabili e a perseguire una strategia di diversificazione e di gestione del rischio globale del portafoglio. Per strutturare un portafoglio in questo modo occorre elaborare una quantità incredibile di informazioni. Gli strumenti quantitativi di elaborazione dei dati poggiano sulle teorie sviluppate negli anni 60 dagli economisti americani e premi Nobel Harry Markowitz e Bill Sharpe.

Negli ultimi decenni, l'evoluzione di questi modelli ha trasformato la gestione professionale del portafoglio in una vera e propria scienza. La creazione del portafoglio avviene (o dovrebbe avvenire) secondo un processo disciplinato. Occorre stilare ipotesi in merito ai rendimenti e ai rischi attesi dai singoli investimenti e dai mercati, procedere alla stima del grado di correlazione tra i vari tipi di rischio considerati, valutare l'efficienza del portafoglio per l'investitore, cioè la capacità di generare il massimo rendimento con il minor rischio possibile, premesso che il livello di rischio accettabile per un investitore è sempre soggettivo, e

Alla base c'è questa teoria

La volatilità, o il rischio, dell'intero portafoglio è molto inferiore al rischio medio di ognuno degli investimenti che lo compongono. Supponiamo che un investitore stia considerando due investimenti, uno con un rendimento annuo atteso del 15% e con una volatilità del 20%, l'altro con un rendimento atteso inferiore, pari al 14%, ma con la stessa volatilità, che rappresenta la stima statistica delle oscillazioni del rendimento di un investimento o di un portafoglio. Si potrebbe consigliare all'investitore di trasferire tutto il patrimonio nel primo investimento, perché la previsione di rendimento è più elevata a fronte di un profilo di rischio analogo. Ma sarebbe un consiglio miope. Ipotizzando una correlazione del 30% tra i due investimenti, cioè supponendo che le quotazioni di entrambi gli investimenti di muovano verso l'alto o verso il basso ma che la loro sintonia sarà tutt'altro che perfetta, è probabile che il secondo investimento accresca il proprio valore quando il primo subisce una perdita. Consideriamo ora un portafoglio equamente distribuito tra i due investimenti. Secondo la teoria del portafoglio il rendimento atteso del portafoglio corrisponde tout court al rendimento medio atteso dei due investimenti, cioè al 14,5%. Ma il rischio è inferiore al rischio medio del 20%, infatti è pari soltanto al 16%. Dunque, il rendimento atteso per il portafoglio è leggermente inferiore a quello del primo investimento (14,5% contro il 15%) ma il grado di rischio è significativamente inferiore (16% contro il 20%).

controllare la performance.

Per farlo si applicano tecniche statistiche quantitative ma è la qualità dei dati su cui si basano le decisioni a essere determinante. Per esempio, se si devono stilare previsioni di rendimento non è sufficiente leggere il giornale tutte le mattine: i fattori che influenzano il valore di un investimento sono sempre più complessi e globali ed è necessario assimilare un'enorme quantità di dati per poter formulare previsioni efficaci. Anche gli strumenti disponibili per la creazione del portafoglio o quelli di valutazione e di gestione del rischio diventano sempre più complessi. È comunque fondamentale che il portafoglio sia correttamente strutturato affinché rispecchi gli obiettivi e la propensione al rischio dell'investitore ed è indispensabile valutare e controllare regolarmente la performance, per individuare con tempestività eventuali problemi.

La componente umana

L'approccio basato sull'elaborazione quantitativa dei dati ha però i propri limiti. Uno di questi è che qualsiasi previsione viene estrapolata dai risultati del passato e che i modelli basati su dati storici non sono in grado di rilevare i segnali precoci di un mutamento in atto. Un computer può analizzare il passato, ma la sfida nei confronti degli investitori consiste nel dimostrarsi abili ex ante. I gestori di portafoglio produco-



no rendimenti solo se prendono le decisioni giuste con la tempestività adeguata. Le decisioni in merito agli investimenti vengono prese da esseri umani in base alla loro competenza ed esperienza. In questo senso, un portfolio manager è un artista, sebbene utilizzi la tecnologia più avanzata per gestire e controllare i rischi.

I gestori di portafoglio non tendono tanto a eliminare i rischi, quanto a selezionare i rischi o le scommesse "funzionali", mantenendo il livello di rischio del portafoglio nel suo complesso entro limiti ben definiti. Il portafoglio efficiente è quello che bilancia al meglio le previsioni di rendimento e di rischio.

La ricerca dell'efficienza

Come possono fare gli investitori a orientarsi nella ricerca della soluzione efficiente? Generalmente, prima si decide di

“il portfolio manager è un artista, sebbene utilizzi la tecnologia più avanzata per gestire e controllare i rischi”

ripartire il proprio patrimonio tra varie valute e classi di investimento (cioè di definire la proporzione di titoli azionari, titoli a reddito fisso, titoli immobiliari, commodity, investimenti alternativi ecc. all'interno del portafoglio). L'allocazione del patrimonio in un portafoglio efficiente dovrebbe essere determinata in funzione della propensione al rischio dell'investitore: più è elevata, più consente di introdurre nel portafoglio investimenti più rischiosi ma anche con migliori prospettive di rendimento.

Dopo aver definito la proporzione delle classi di investimento nel portafoglio (asset allocation), occorre decidere come investire all'interno delle singole classi. Nella sola categoria dei titoli azionari, l'investitore si troverà a scegliere tra una molteplicità di regioni, settori e stili di investimento. La componente azionaria de-

Inoltre, è fondamentale garantire che il portafoglio non sia troppo esposto a una fonte specifica di rischio. A volte, infatti, i portafogli si rivelano meno diversificati di quanto debbano essere

ve di per sé essere ben diversificata per evitare che eventi imprevisi si ripercuotano negativamente sull'intero portafoglio. L'investitore potrebbe utilizzare strumenti derivati per creare un'esposizione a titoli azionari specifici e garantirsi al contempo una copertura contro i rischi del mercato locale. Per esempio, se si è attratti da determinate azioni giapponesi ma si teme che il mercato giapponese nel suo complesso sia prossimo a una crisi, l'investitore può acquistare azioni delle società interessanti e coprire il rischio del mercato azionario giapponese tramite contratti derivati sull'indice Nikkei.

Anche la strutturazione della componente a reddito fisso all'interno di un portafoglio globale è complessa: occorre decidere in merito alla valuta nonché scegliere tra un ampio ventaglio di possibilità in termini di emittenti e di scadenze. I mercati attivi dei corporate bond offrono svariate valute forti e i *credit spread* rispetto ai titoli di stato possono essere interessanti, considerando che oggi i rendimenti obbligazionari sono generalmente bassi.

Allo stesso tempo il differenziale di rendimento offerto dai corporate bond riflette il loro maggior rischio di credito, un'altra componente di rischio che occorre misurare e gestire. Investimenti alternativi quali le commodity e gli hedge fund vengono spesso elogiati per il loro favorevole rapporto rischio/rendimento e per la loro bassa correlazione con altre classi di investimento. Ma i rendimenti storici nel breve periodo possono essere ingannevoli e i costi e le commissioni possono essere ingenti. I gestori professionali devono prendere in considerazione tutti questi fattori quando inseriscono investimenti alternativi in un portafoglio.

Un portafoglio efficiente può certamente investire in tutto il mondo, ma in tal caso si dovranno gestire anche le esposizioni valutarie riducendo selettivamente gli investimenti azionari e obbligazionari in paesi specifici o, più convenientemente, utilizzando contratti di copertura a termine della valuta e contratti di opzione.

Inoltre, è fondamentale garantire che il portafoglio non sia eccessivamente esposto a una fon-

te specifica di rischio. A volte, infatti, i portafogli si rivelano meno diversificati di quanto debbano essere. Per esempio, la crisi russa del 1998 ha spinto gli investitori di tutto il mondo a rifugiarsi in investimenti a elevato rating. I mercati di tutto il mondo si sono mossi di conseguenza, penalizzando ovunque gli investimenti di minor qualità. I gestori dovrebbero riconoscere ed evitare questi rischi di correlazione globali.

Le regole di base valgono per tutti

Fin qui abbiamo considerato la gestione del portafoglio principalmente dalla prospettiva del portfolio manager professionale. E l'investitore privato? In effetti, le regole di una buona gestione del portafoglio sono le stesse per tutti, ma gli investitori privati si distinguono dagli investitori istituzionali per diversi aspetti, tra i quali la voglia di rischiare, la valuta locale, la situazione fiscale. Mentre gli investitori istituzionali si focalizzano sul raggiungimento di una performance in relazione al benchmark, gli investitori privati sono generalmente più attenti ai rendimenti in ter-

mini assoluti.

Un'altra differenza è naturalmente data dalla dimensione del portafoglio. Un investitore singolo con un patrimonio di qualche centinaia di migliaia o anche di qualche milione di dollari farebbe fatica a creare un portafoglio globale con un grado soddisfacente di diversificazione e se volesse tentare, si troverebbe a sostenere spese elevate senza poter eliminare comunque alcuni seri limiti che ostacolano le opportunità di diversificazione. Il fatto positivo è che la competenza e gli strumenti, un tempo prerogativa dei soli investitori istituzionali si stanno diffondendo sempre più anche tra i privati: sia per quanto riguarda le singole classi di investimento che compongono il portafoglio, come i fondi comuni e i prodotti strutturati, sia per i servizi discrezionali, che consentono all'investitore privato di delegare il compito di comporre e gestire un portafoglio a un professionista. A questo punto, la sfida è trovare un partner professionale con le risorse e il know-how necessari a offrire all'investitore una soluzione a misura delle sue esigenze e aspettative.

