



Asset Allocation Quantitativa

Lezione 1 – la nozione di
rendimento

Introduzione

La costruzione di portafogli di investimento più che un'arte è un mestiere. Non serve avere particolari qualità innate come per la pittura, la scultura od altre forme artistiche. È sufficiente imparare il mestiere, conoscere gli strumenti e sapere come e quando utilizzarli per ottenere il miglior risultato possibile.

Chi si diletta di bricolage sa bene che per appendere un quadro basta un chiodo, mentre per installare un lampadario occorre forare il soffitto ed inserire un tassello a espansione per poterci avvitare una buona vite.

Non ci vogliono qualità innate; basta conoscere gli strumenti (chiodi, martello, viti e trapano) saperli maneggiare e, soprattutto, conoscerne il corretto utilizzo. Un investitore sprovveduto cercherà di appendere un lampadario con un chiodo e, presto o tardi, subirà un danno perché il lampadario cadrà dal soffitto. Un investitore preparato, invece, utilizzerà trapano e tasselli e potrà vivere molto più tranquillo.

Lo scopo di questo percorso formativo è proprio quello di descrivere gli strumenti necessari per costruire portafogli di investimento efficienti ed il loro corretto utilizzo.

Di cosa stiamo parlando?

Prima di cominciare è estremamente importante chiarire con esattezza cosa si intende per “costruzione di portafogli efficienti”.

Viviamo in un’epoca in cui il trading online è diffusissimo. Esistono evolutissime piattaforme di trading che danno accesso a mercati di tutto il mondo e a strumenti finanziari estremamente complessi a chiunque abbia un pc connesso ad internet ed un conto corrente bancario. Ci sono rubriche di analisi tecnica su giornali, riviste e siti web specializzati; ottimi libri che spiegano l’uso dell’analisi tecnica o la creazione e applicazione di trading system. Esistono, per farla breve, innumerevoli strumenti estremamente efficaci che permettono di realizzare consistenti profitti ma anche di andare incontro a perdite assai poco piacevoli.

Chiunque abbia voglia di dedicare un po’ di tempo allo studio di questi strumenti ha solo l’imbarazzo della scelta. Guide al trading online, allo scalping con le opzioni, all’applicazione di trading system si sprecano ovunque per il web. A dispetto dei nomi altisonanti che mettono anche un po’ di soggezione, non si tratta di cose impossibili da imparare ed applicare. Chi decide di dedicarvi tempo riesce senz’altro ad ottenerne sufficiente padronanza e a destreggiarsi tra azioni, obbligazioni, opzioni e futures.

Tutto questo va bene. Si imparano a conoscere tutti gli strumenti disponibili (spesso anche troppi). Si imparano le migliori tecniche per utilizzarli al meglio (forse anche troppo complesse). Nessuno, però, ci insegna come tutti questi strumenti debbano essere utilizzati insieme per gestire un patrimonio (piccolo o grande che sia). Diventiamo bravissimi ad usare il trapano, a scegliere la punta più adatta a seconda del materiale da forare, a selezionare la modalità “a percussione” per aggredire il calcestruzzo... ma ci manca sempre la visione di insieme. Cosa succede se nostra moglie è appena riuscita ad addormentare il nostro bimbo di 3 mesi dopo 40 minuti di pianto ininterrotto e noi, belli fieri della nostra destrezza, attacchiamo a forare il calcestruzzo nella stanza accanto? Un lavoro tecnicamente ineccepibile potrebbe generare conseguenze totalmente inaspettate.

Quando parliamo di “costruzione di portafogli efficienti” parliamo di qualcosa d’altro.

Un primo elemento fortemente caratterizzante è l'orizzonte temporale. In genere chi fa trading online apre e chiude le sue posizioni in tempi molto brevi (da pochi minuti a poche settimane). Quando si costruisce un portafoglio di investimento, invece, l'orizzonte temporale è più lungo. Nel nostro caso, vedremo, l'orizzonte è di 9 mesi.

Un altro elemento importante è la diversificazione. Nel trading online, spesso, la diversificazione è quasi nulla (questo argomento sarà affrontato meglio in seguito). Un portafoglio costruito in modo efficiente, invece, necessita di essere ben diversificato.

Ma, forse, l'elemento distintivo predominante è nell'approccio dell'investitore. Costruire un portafoglio efficiente significa selezionare classi di asset (azioni, obbligazioni, materie prime...), mercati (Paesi emergenti, Asia, Europa dell'Est...) e settori (beni industriali, energia, telecomunicazioni...) in modo che il risultato complessivo del portafoglio sia tale da massimizzare le probabilità di profitto e minimizzare le possibilità di perdita (riprenderemo in seguito questo concetto). Strumenti e modalità tecniche di accesso al mercato vengono dopo. A monte di tutto c'è un processo strutturato che ci guida nella selezione dei mercati e nella scelta delle percentuali da allocare.

Una metafora può rendere più chiaro questo importante concetto. Un pasticcere che vuole preparare una buona torta si preoccupa di decidere quali ingredienti utilizzare ed in quali quantità. In funzione del numero dei commensali stabilirà la giusta quantità di ingredienti quali burro, uova, zucchero e farina; poi, a seconda dei gusti prevalenti sceglierà se aggiungere cioccolato, fragole o marmellata. Analogamente chi deve costruire un portafoglio efficiente sceglierà, in funzione del proprio obiettivo di rendimento, i mercati sui quali puntare e, in seguito, in funzione della personale propensione al rischio, deciderà le quantità di ciascun mercato da mettere in portafoglio.

Solo successivamente il cuoco si preoccuperà di selezionare accuratamente gli ingredienti: uova freschissime appena deposte, farina acquistata direttamente dal mugnaio etc. Allo stesso modo la selezione degli strumenti tecnici di investimento, delle piattaforme da utilizzare e degli eventuali indicatori di analisi tecnica da utilizzare verrà in seguito. L'online trader che dovesse decidere di gestire la componente "Azionario Italia" del portafoglio utilizzando l'indice di forza relativa (RSI) per la scelta dei titoli, lo farebbe in una cornice ben definita, ossia in quella porzione di

portafoglio destinata ad investimenti azionari sul mercato italiano. A monte di tutto, un processo molto ben strutturato (per l'appunto l'oggetto di questo percorso formativo) avrà fornito i vincoli entro i quali operare nel rispetto di obiettivo di rendimento e propensione al rischio.

Sgombrato il campo da ogni possibile dubbio, in questa prima lezione parleremo del primo importante ingrediente per la costruzione di un portafoglio efficiente: il rendimento.

Rendimento e rendimento atteso

Tra tutti gli argomenti di cui dovremo parlare, il rendimento è certamente il più semplice ed intuitivo. Quanto avrebbe reso acquistare un ETF sulla borsa italiana nel 2008? Basta guardare il prezzo dell'ETF al 2 di gennaio, confrontarlo con il suo valore al 31 di dicembre e fare un semplicissimo conteggio.

Un po' meno intuitiva è la risposta alla domanda: "quando rende in media un investimento azionario sul mercato italiano?"

La domanda, in sé, non è stupida. Si tratta di capire quanto possa essere sensato arrischiarsi sul mercato azionario abbandonando la terra più sicura dei BOT nella speranza di ottenere rendimenti migliori. Se vogliamo fare una scelta consapevole per non avventurarci alla cieca, allora dobbiamo avere un'idea del livello di redditività che possiamo aspettarci. Guardare ai dati storici è la cosa più sensata che possiamo fare, tuttavia la questione si fa assai poco banale. Ovviamente non esiste un solo rendimento storico. Tutto dipende dall'ampiezza dell'arco temporale che vogliamo utilizzare. Il rendimento degli ultimi 12 mesi potrebbe essere completamente diverso da quello degli ultimi 24 mesi. Se, però, vogliamo avere un'idea generica di redditività del mercato azionario, allora potremmo decidere di impiegare un arco temporale quanto più lungo possibile (ad esempio vent'anni) nella speranza di riuscire ad estrarre una certa "capacità di fondo" del mercato di creare valore.

Anche in questo caso, tuttavia, le obiezioni potrebbero essere parecchie: come concilio la redditività osservata in un ventennio con l'orizzonte temporale del mio investimento che, magari, è di soli 9 mesi?

Non dimentichiamoci che il nostro scopo è semplicemente quello di decidere se sia il caso di lasciare i BOT a favore del mercato azionario.

Un'altra obiezione potrebbe essere la seguente: è corretto pesare in egual misura dati vecchi e dati più recenti? Le caratteristiche del mercato di riferimento sono oggi le stesse di vent'anni fa?

La letteratura finanziaria è ricca di studi che indagano e approfondiscono la questione. La realtà quotidiana di chi costruisce portafogli di investimento è, invece, molto più semplice e concreta e si scontra con la seguente necessità:

Trovare un metodo affidabile per costruirsi un'aspettativa di rendimento.

La scelta delle asset class da includere in portafoglio non può che passare attraverso un confronto fra le redditività attese. Se ci aspettiamo che i titoli di stato italiani a breve termine offriranno, nei prossimi 9 mesi (cominciamo ad abituarci a questo tipo di orizzonte temporale) un rendimento superiore a quello dei titoli azionari, allora potremo decidere di scartare a monte le azioni (in realtà, lo vedremo in seguito, il processo decisionale è un po' più articolato).

Per questa ragione le scelte di tutti gli investitori passano attraverso attese, o previsioni, di rendimento. Gli strumenti tipicamente utilizzati per formulare queste previsioni sono classificabili in tre grandi categorie: l'analisi fondamentale, l'analisi tecnica e l'analisi quantitativa. Vediamo rapidamente di cosa si tratta.

L'analisi fondamentale consiste, essenzialmente, nella ricerca delle motivazioni di fondo che dovrebbero generare un certo tipo di rendimento. Se parliamo di mercati, paesi o sistemi economici allora l'analisi sarà di tipo macroeconomico. Gli analisti osserveranno indicatori quali il tasso di inflazione, l'andamento del prodotto interno lordo, la bilancia commerciale e quant'altro al fine di prevedere l'andamento dell'economia nel prossimo futuro. Quando invece l'attenzione si rivolge a società quotate, l'analisi fondamentale si focalizzerà sulla valutazione dei bilanci, dei *ratio* patrimoniali, dei livelli di indebitamento. L'analisi macroeconomica e l'analisi di bilancio si andranno poi a fondere in fase di selezione delle azioni da acquistare. Il contesto generale dell'economia suggerirà i settori sui quali puntare, mentre l'analisi dei dati di bilancio permetterà di selezionare le aziende più promettenti fra quelle che operano nei settori prescelti.

Questo tipo di approccio, come è facile intuire, richiede moltissimo tempo, notevoli competenze tecniche, e strumenti di informativa finanziaria molto evoluti. Se pensiamo alla selezione di classi di asset, mercati e strumenti su tutti i mercati del mondo allora ci rendiamo conto del perché operatori globali del risparmio gestito impieghino squadre di centinaia di analisti dediti a tempo pieno a questo tipo di valutazioni.

L'analisi tecnica, al contrario, prescinde da qualsiasi tipo di valutazione qualitativa. Alla base di tutti gli indicatori di analisi tecnica, dalle medie mobili, alle figure di inversione del trend, agli oscillatori stocastici e quant'altro, ci sono sempre due semplici principi di base:

1. I prezzi sul mercato sono frutto dei livelli di domanda e di offerta. Domanda e offerta sono frutto di scelte fatte da investitori che, in quanto esseri umani, operano scelte umane soggette alle regole della psicologia. Alla base di supporti e resistenze vi sono elementi da scaffale del supermercato. Un prezzo di €1,99 è considerato molto più vantaggioso di un prezzo di €2,00! Gli studi di finanza comportamentale approfondiscono proprio l'effetto della psicologia umana sulle scelte di investimento degli individui.
2. Nei prezzi di mercato sono implicite informazioni che alcuni indicatori riescono ad estrarre in termini di evoluzione del trend. Saper leggere i grafici significa saper individuare in anticipo i segnali di una probabile evoluzione futura del prezzo. Quella che in gergo prende il nome di “analisi dei pattern” consiste proprio nella possibilità di riconoscere in anticipo percorsi che il prezzo di un titolo ha già compiuto in passato e che, pertanto, potrebbero essere più probabili di altri nell'immediato futuro.

Questo tipo di analisi non necessita di investimenti di capitale umano e finanziario, e non richiede una preparazione finanziaria o matematica particolarmente evoluta. Per questa ragione, l'analisi tecnica rappresenta l'approccio più diffuso tra gli investitori non professionali.

Evidentemente esiste anche un uso professionale e più complesso degli strumenti di analisi tecnica. Questo tipo di analisi offre strumenti ai gestori professionali per ottimizzare le proprie scelte di investimento ed i giusti momenti di ingresso e uscita dai mercati; ma proprio la possibilità di essere impiegata a diversi gradi di sofisticazione, fa dell'analisi tecnica lo strumento di previsione dei rendimenti in assoluto più diffuso.

Infine, esiste l'**analisi quantitativa**. Essa consiste, in buona sostanza, nella costruzione di modelli matematici che, a partire da un certo numero di variabili in ingresso (gli input) generano delle previsioni in uscita (gli output). Tipicamente le variabili in ingresso possono essere serie storiche di prezzi, indicatori macroeconomici e indici di opinioni di mercato, quali la fiducia dei consumatori o il sentiment dei responsabili degli uffici acquisti delle aziende. Non esistono, come per l'analisi tecnica, esempi di modelli quantitativi. Questi modelli sono, nella maggior parte dei casi, modelli segreti custoditi nei computer dei gestori che li utilizzano e che li hanno progettati. Tutte le principali banche d'affari hanno propri modelli di

trading quantitativo, ma nessuna ne svela il meccanismo di funzionamento.

Indipendentemente dall'approccio seguito, una delle tre chiavi assolutamente necessarie per aprire la porta dell'universo dei portafogli efficienti, è disporre di un sistema affidabile per la stima dei rendimenti attesi su un preciso orizzonte temporale.

Attenzione! Cosa significa ciò che abbiamo appena scritto?

- (A) "una della tre chiavi"
- (B) "sistema affidabile"
- (C) "preciso orizzonte temporale"

Perché parliamo di tre chiavi?

Questo lo vedremo meglio in seguito, per il momento ci basti sapere che il rendimento atteso è il primo dei 3 elementi che è necessario conoscere per costruire portafogli efficienti. Chi non avesse ancora ben chiaro cos'è un portafoglio efficiente non si preoccupi. L'argomento sarà ampiamente trattato nel seguito di questo percorso formativo.

Cosa si intende per sistema affidabile per la stima dei rendimenti?

Evidentemente non stiamo parlando di strumenti esoterici o sfere di cristallo. Per capire meglio ciò che stiamo dicendo occorre precisare cosa intendiamo per "affidabile".

Supponiamo di voler prevedere il rendimento atteso per i prossimi 9 mesi dei mercati A, B e C. Per sistema affidabile intendiamo un sistema (quale che sia) capace di prevedere, con un altissimo livello di probabilità di successo, quale sarà il mercato che segnerà il maggior rialzo o il minor ribasso. Si tratta di riuscire ad ordinare i mercati A, B e C in base al rendimento atteso e di avere un'alta probabilità di successo.

Non abbiamo la pretesa di indovinare con esattezza quale sarà la variazione percentuale del valore di ciascuno dei tre mercati. Ricordiamoci che il nostro scopo è quello di costruire un portafoglio efficiente, non quello di andare ad uno show televisivo o fare i fenomeni da baraccone. Un sistema affidabile di previsione dei rendimenti, quindi, è semplicemente un sistema che dia un'alta probabilità (la più alta possibile)

di stabilire quale dei tre mercati farà meglio, quale peggio e quale si collocherà in mezzo.

Infine, l'orizzonte temporale è determinante.

Qualunque stima noi formuliamo, infatti, prima o poi potrebbe realizzarsi. È facile prevedere che un mercato prima o poi perderà il 20% dai massimi. È evidente che ciò prima o poi accadrà! Molto più difficile, invece, è prevedere quando ciò avverrà. Se, per evitare un crollo del 20%, ci perdiamo cinque anni di rialzi di borsa, forse non abbiamo fatto proprio bene. È quindi essenziale che l'affidabilità del nostro metodo di previsione dei rendimenti sia misurabile su un preciso orizzonte temporale noto a priori. In questo percorso formativo vedremo il caso di un orizzonte temporale di 9 mesi.

In conclusione

In questa prima lezione abbiamo compreso l'importante distinzione fra sistemi di trading e costruzione di portafogli. Un trading system è una tecnica operativa che cerca di estrarre valore da un certo mercato o strumento finanziario. La costruzione di portafoglio (o asset allocation) è invece un processo a monte che permette di quantificare e gestire il rischio associato alla ricerca di un determinato livello di rendimento e determinare così l'esposizione ottimale verso ciascun mercato. Le due cose non sono incompatibili, un trading system può essere visto come una delle possibili implementazioni pratiche di un'asset allocation o di una parte di essa.

Se, ad esempio, il processo di costruzione di portafoglio suggerisce di investire (semplifichiamo un po') il 50% in titoli di stato ed il 50% in azioni italiane; potremo decidere di implementare la prima parte acquistando dei CCT e la seconda impiegando il nostro trading system preferito sulle azioni italiane.

Abbiamo poi descritto il primo dei tre ingredienti fondamentali per un processo di asset allocation efficiente: il rendimento. Abbiamo visto quanto sia importante poter esprimere delle stime affidabili di rendimento, quanto sia necessario riferirsi ad un orizzonte temporale

predeterminato e, infine, quanto l'interesse debba rivolgersi ai rendimenti relativi (chi fa meglio e chi fa peggio) piuttosto che ai rendimenti assoluti (non occorre indovinare con esattezza il rendimento percentuale di ciascun mercato).

Siamo ora pronti per affrontare il secondo dei tre ingredienti per un'efficiente costruzione di portafogli di investimento: la volatilità.