

STUDIO POLITI NISTRI

> > > Analisi e consulenza finanziaria indipendente

La gestione del rischio: se i “meno” contano più dei “più”

Aggiornato il 20/02/2008

Introduzione

Quanti di noi si metterebbero al volante di un'auto essendo consapevoli che i freni sono guasti? Probabilmente nessuno... E se la macchina in questione fosse una rossa sfavillante Ferrari? Beh, forse eviteremmo, a maggiore ragione, di guidarla: in questo caso, infatti, correremmo il rischio di farci prendere la mano (o il piede...) dall'acceleratore e di trovarci quindi in un pericolo ancora maggiore in caso di frenata.

Eppure molti investitori (e gestori professionali) hanno deciso di correre sulla cresta dei montanti mercati azionari negli anni 1999-2000 senza avere alcuna strategia di uscita, senza avere preventivamente definito alcuna politica di gestione del rischio volta a frenare le perdite (o consolidare i profitti) nel caso, poi verificatosi, di crollo dei corsi azionari.

E' importante sapere limitare le perdite del proprio portafoglio di investimenti quando le scelte che abbiamo compiuto si sono mostrate, di fatto, perdenti? Certamente sì, innanzitutto per non depauperare il proprio patrimonio. Come vedremo nell'esempio che segue, questa non è, tuttavia, la sola ragione per scegliere di introdurre una o più strategie di contenimento del rischio nella gestione dei propri investimenti.

Un esempio teorico...

Due amici, il dott. Speranza e il rag. Metodo, dispongono, ciascuno, di un capitale di 100.000€ che decidono di investire nei mercati azionari.

Dopo un anno i due amici si incontrano commentando l'andamento del mercato (che nel frattempo ha perso il 50% del proprio valore) e le performance dei rispettivi investimenti. Il dott. Speranza è affranto: il suo portafoglio azionario ha perso quanto il mercato e ora si ritrova con 50.000€: patrimonio dimezzato. Con un poco di invidia, apprende dall'amico, rag. Metodo, che questi non ha perso un solo euro: il suo patrimonio è rimasto pressoché invariato.

Come di consueto i due amici si perdono di vista per incontrarsi nuovamente dopo un anno. I mercati azionari nel frattempo hanno messo a segno un prodigioso balzo in avanti, +100%, e i due amici scoprono, ciascuno dalla bocca dell'altro, di avere realizzato la medesima performance, in linea col mercato: +100%. Il dott. Speranza è sollevato: quest'anno non ha fatto brutta figura con l'amico, hanno realizzato uguali profitti! ...O no?!

La tabella seguente riassume l'andamento del mercato e dei portafogli titoli dei due investitori negli anni oggetto di analisi. I dati percentuali indicano la performance del mercato/portafoglio in quell'anno. I valori espressi in euro specificano il patrimonio dell'investitore alla fine dell'anno. Così, gli investimenti del dott. Speranza e rag. Metodo passano rispettivamente dai 100.000€ iniziali a 50.000€ / 100.000€ al termine del primo anno, e salgono, successivamente, a 100.000€ / 200.000€ al termine del secondo anno.

	Mercato	Dott. Speranza		Rag. Metodo	
		%	€	%	€
anno 1	-50%	-50%	50.000	0%	100.000
anno 2	100%	100%	100.000	100%	200.000

Quali considerazioni ci permette di fare quest'esempio? Tagliare le perdite conviene, almeno per tre ragioni.

1. E' chiaro ed evidente a tutti che non perdere è meglio che perdere. Nel nostro esempio la scelta di un'efficace strategia volta a contenere le perdite ha permesso al rag. Metodo di realizzare un extraprofitto di 50.000€ rispetto al mercato e all'amico.
2. Ciò che non è immediatamente chiaro è il fatto che, pur a parità di performance, durante il secondo anno il rag. Metodo ha conseguito un profitto di 100.000€, doppio rispetto al profitto di 50.000€ realizzato dall'dott. Speranza. Perché? All'inizio del secondo anno Metodo poteva contare su un capitale doppio da investire. Quindi limitare le perdite quanto i mercati ribassano permette di beneficiare, nelle fasi di rialzo, di un capitale maggiore da mettere a frutto.
3. La cosiddetta Prospect Theory, che è valse il Nobel per l'economia allo psicologo Daniel Kahneman nel 2002, ci insegna che le perdite monetarie, ma anche sentimentali, affettive, sportive, professionali ecc., "fanno molto più male" delle vittorie. In particolare, Kahneman ha dimostrato, attraverso una lunga serie di brillanti esperimenti, che una perdita mediamente pesa sul nostro vissuto emotivo più del doppio di un guadagno di uguale portata.
Se ciò è vero, è verosimile attendersi che il dott. Speranza sarà sottoposto ad una crescente pressione emotiva al declinare dei mercati. La probabilità che la perdita divenga psicologicamente inaccettabile, e tale da indurre il dott. Speranza ad abbandonare il mercato e a consolidare le perdite, è alta. In questo caso lo sfortunato (!) il dott. Speranza si vedrebbe preclusa anche la parziale consolazione del recupero nel secondo anno di investimento.
A riprova di questa ipotesi, l'evidenza empirica mostra che gli investitori privati, maggiormente sottoposti a pressioni emotive perché tecnicamente e metodologicamente meno preparati degli istituzionali, tendono a vendere quando i mercati sono ai minimi, cioè quando sarebbe il momento di comprare, e, per contro, tendono a comprare sui massimi, quando sarebbe il momento di vendere. Ma, se per ogni acquirente c'è un venditore, chi vende/compra quando gli investitori privati, rispettivamente, comprano/vendono?
L'evidenza empirica ci viene nuovamente in soccorso: si tratta degli investitori istituzionali, cioè, ad esempio, le banche d'affari e commerciali le quali sono le maggiori produttrici di informazione economica. Credo che nella mente dei lettori sorga spontanea, a questo punto, una domanda: chi vincerà una partita in cui l'arbitro (chi diffonde l'informazione economica) è anche giocatore?

Prima di tuffarci in un esempio concreto di cosa significhi fare gestione del rischio, concediamoci un'ultima, interessante, osservazione. Al termine dei due anni di investimento nei mercati azionari il dott. Speranza si è ritrovato con il capitale iniziale: 100.000€. In altre parole, la perdita del primo anno si è compensata con il guadagno del secondo: il -50% del primo anno è uguale al +100% del secondo anno! Il dott. Speranza ha imparato, suo malgrado, un'importante lezione: i "meno" contano più dei "più". Sommando il -50% al +100% non otteniamo +50%, ma

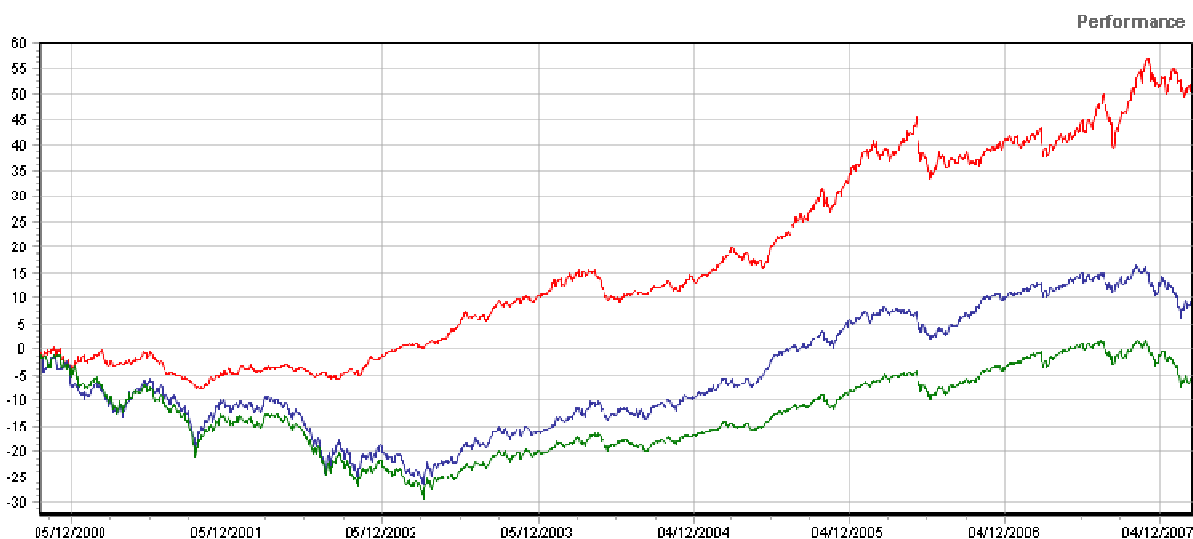
zero! Questo perché i capitali a cui tali percentuali vengono applicate sono diversi, rispettivamente 100.000€ e 50.000€.

... ed un caso concreto

La capacità di tagliare le perdite, come abbiamo visto, conviene per svariate ragioni. Ci chiediamo allora: esiste qualche gestore¹ capace di “tagliare le perdite e lasciare correre i profitti”, come recita un vecchio ed inascoltato adagio di Wall Street? La risposta è sì, e il Fondo XY² ne è un esempio.

Il grafico e la tabella sottostanti confrontano la performance (rendimento) del Fondo XY, del mercato³, e dei Fondi di diritto italiano⁴ nel periodo settembre 2000 – febbraio 2008. Per agevolare la nostra analisi abbiamo scomposto l’arco temporale oggetto di indagine in tre sottoperiodi, corrispondenti ad altrettante fasi di mercato:

1. 20/09/2000 – 12/03/2003: crollo dei mercati azionari mondiali seguente allo scoppio della bolla speculativa sui titoli della *new economy*;
2. 13/03/2003 – 09/10/2007: crescita dei mercati azionari;
3. 10/10/2007 – 19/02/2008: più importante fase di ribasso dei mercati azionari dal marzo 2003 al momento della redazione di questo report.



¹ Con il termine gestore si indica una persona o un gruppo di persone responsabili della gestione di un Fondo Comune di Investimento, di una Sicav, di un Hedge Fund ecc. Il gestore sceglie su quali mercati investire, in quali settori, in quali titoli, quando e quanto investire. In altre parole, è dalla professionalità del gestore che dipende la performance buona o cattiva del Fondo Comune di Investimento, della Sicav ecc.

² Il Fondo analizzato, che ci limiteremo a chiamare XY, è un prodotto reale e non inventato acquistabile nella maggior parte degli sportelli bancari. Si tratta di un fondo bilanciato che investe almeno il 50% del proprio patrimonio in obbligazioni con alto rating (cioè con una bassa probabilità di fallimento della società emittente) e la restante parte del patrimonio prevalentemente in titoli azionari.

³ Essendo XY un fondo bilanciato (vedi nota 2), per misurare la professionalità del gestore abbiamo scelto un benchmark (cioè un parametro di confronto) così costituito: 50% Indice MSCI World AC Total Return; 50% Indice JPM EMU.

⁴ Come indicatore sintetico dell’andamento dei Fondi Comuni d’Investimento di diritto italiano abbiamo scelto un benchmark così costituito: 50% Indice Fideuram Azionari; 50% Indice Fideuram Obbligazionari.

Descrizione		Performance 20/09/2000 - 12/03/2003	Performance 12/03/2003 - 09/10/2007	Performance 09/10/2007 - 19/02/2008	Performance 20/09/2000 - 19/02/2008	Massima perdita consecutiva
Fondo XY		0,0%	53,5%	0,1%	53,7%	-8,3%
Mercato		-23,4%	51,5%	-5,7%	7,7%	-23,4%
Media Fondi (50% azionari, 50% obbligaz.)		-29,2%	43,2%	-6,8%	-5,6%	-29,2%

N.B. I dati riportati in tabella sono espressi in euro, includono i dividendi e sono al netto della imposta sostitutiva del 12,5%.

L'analisi grafica e numerica ci permettono di trarre una prima importante conclusione: il gestore del Fondo XY è stato capace di generare più profitti del mercato nell'intero arco temporale; in circa sette anni e mezzo un capitale iniziale di 100.000€ avrebbe prodotto profitti per circa 53.700€ se investito nel Fondo, 7.700€ se investito nel mercato azionario ed obbligazionario mondiale.

Questo risultato di assoluto prestigio è stato costruito azzerando le perdite quando i mercati ribassavano (primo e terzo sottoperiodo) e limitandosi a muoversi in linea con i mercati quando questi crescevano (secondo sottoperiodo).

Infine, in ciascuna delle tre fasi analizzate i Fondi di diritto italiano hanno realizzato rendimenti inferiori a quelli del mercato, soprattutto a causa degli alti costi gravanti sui Fondi, in primo luogo le ricche commissioni di gestione percepite da quei soggetti istituzionali che costruiscono e collocano i Fondi stessi (Banche, Assicurazioni, Sgr, Sim). Tutto questo a danno delle tasche degli investitori.

Conclusione

Non è vero che chi più rischia più guadagna... è vero piuttosto il contrario! Più precisamente, possiamo dire che esistono fasi di mercato in cui vale la pena assumersi dei rischi per aspirare a rendimenti importanti, e fasi in cui "il gioco non vale la candela" ed è quindi opportuno scegliere la via della prudenza ed uscire in tutto o in parte dai mercati azionari. Un buon gestore deve sapere fare questo.

Le presenti informazioni sono state redatte con la massima perizia possibile in ragione dello stato dell'arte delle conoscenze e delle tecnologie. Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio. Le informazioni ed ogni altro parere resi nel presente documento sono riferiti alla data di redazione del medesimo e possono essere soggetti a modifiche. I professionisti di Studio Politi Nistri non devono essere ritenuti responsabili per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.

STUDIO POLITI NISTRI

> > > Analisi e consulenza finanziaria indipendente

Viale Monza,1
20125 Milano

Tel. 02.30910543

E-mail info@politinistri.it

www.polinistri.it