

# L'INVESTIMENTO FINANZIARIO NELLE TUE MANI

*L'investimento (quasi) perfetto*

Lucio Sgarabotto

Federico Costalonga



**Edoardo Varini**  
*Publishing*

*«A Gaia, per il suo piccolo grande contributo.»*

Lucio Sgarabotto

*«Ai risparmiatori, agli investitori ed ai loro consulenti finanziari.»*

Federico Costalonga

© 2013 Edoardo Varini Publishing, Pavia  
[www.varinipublishing.com](http://www.varinipublishing.com)

ISBN 9788890650796

Finito di stampare nel ottobre 2013  
*Printed in Italy*

# Sommario

*Prefazione* . . . . . v

*Introduzione* . . . . . ix

## Capitolo 1

### *Elementi endogeni all'investitore (difesa da se stessi)*

La psicologia dell'investitore . . . . . 2

Le esigenze dell'investitore . . . . . 12

La propensione al rischio . . . . . 19

## Capitolo 2

### *Elementi esogeni all'investitore (difesa dagli intermediari e dai mercati)*

Intermediari e conflitti di interesse . . . . . 46

La misura del rischio . . . . . 67

Diversificazione e complessità . . . . . 74

Ciclo economico e mercati finanziari . . . . .	88
Gli elementi che incidono sui trend dei mercati . . . . .	97
Il momento per investire (l'attimo fuggente) . . . . .	110
I leading indicator. . . . .	122

## Capitolo 3

### *L'asset allocation*

Come utilizzare i leading indicator per la creazione di asset allocation dinamiche . . .	140
L'asset allocation minima . . . . .	150
Portafogli (e strategie) più complesse. . . . .	160
Come inserire la strategia in un portafoglio globale . . . . .	177
<i>Conclusioni</i> . . . . .	186

# Prefazione

*È possibile investire con rischi minimi, anche in questi tempi agitati?*

*Quali elementi bisogna considerare per investire con la sicurezza desiderata?*

*Perché per investire bisogna tener conto delle proprie esigenze, obiettivi e propensione al rischio?*

*Che cos'è il rischio e come è possibile misurarlo?*

*La propensione al rischio personale è sempre la stessa o varia nel tempo (e, se si modifica, quali sono gli elementi che incidono su di essa)?*

*L'investimento e la speculazione sono incompatibili?*

*Sono corretti i modelli su cui vengono costituiti i portafogli e ce ne possono essere altri?*

*È così difficile investire o un investitore può far da sé?*

*Quanto tempo si deve dedicare alla preparazione dell'investimento e quali aspetti è necessario monitorare?*

*Da che cosa si deve difendere un risparmiatore?*

*Queste sono solo alcune delle domande, tra le tante, maggiormente ricorrenti tra i risparmiatori. Esse sono spesso figlie dell'asimmetria informativa di cui soffrono i consumatori e comportano conseguenze non solo sui piani individuali, ma si ripercuotono anche a livello macroeconomico, sotto forma di veri costi sociali; si veda ad esempio l'intervento dei Governi nel salvataggio di banche e istituzioni finanziarie o le forme di assistenza offerte alle famiglie che si sono ritrovate in difficoltà finanziarie.*

*Una maggiore cultura finanziaria, oltre ad essere di beneficio per il cittadino, avrebbe nel suo complesso un effetto di stimolo della domanda di prodotti e servizi finanziari e assicurativi di migliore qualità, con ricadute positive sull'industria finanziaria in termini di maggiore efficienza, competitività e innovazione.*

*Come evidenziato nell'articolo "Come insegnare l'ABC della finanza" a firma di Annamaria Lusardi, apparso su [lavoce.info](http://lavoce.info), la recente crisi finanziaria ha messo in evidenza quattro fatti:*

- la scarsa conoscenza della materia finanziaria, con la conseguente inadeguatezza e scorrettezza delle decisioni, è diffusa in larghi strati della popolazione;*
- i problemi finanziari possono passare inosservati per lunghi periodi prima di esplodere in superficie;*
- le conseguenze di errori finanziari possono essere devastanti per gli individui e le famiglie, in quanto andranno a toccare i risparmi o i redditi integrativi;*
- i costi di questi errori sono elevati non solo a livello microeconomico, ma anche a livello macroeconomico.*

*Conoscere o meno i concetti finanziari di base ha effetti importanti: coloro che ne hanno scarse conoscenze tendono a non pianificare la propria pensione, a non risparmiare e a ottenere prestiti attraverso metodi che generano alti costi di interessi e alte spese. I problemi finanziari possono essere sottovalutati per lungo tempo: ad esempio il risparmio per la pensione può essere insufficiente a far fronte alle spese post-ritiro dal lavoro, ma non ci sono meccanismi esterni che lo segnalino, i controlli e i calcoli per assicurarsi di essere sulla strada giusta sono affidati solo all'iniziativa individuale. La crisi finanziaria ha amplificato la necessità di intervenire in questo ambito, ma tale esigenza trova le sue ragioni anche in altri fattori comuni a molti Paesi, quali:*

- *l'aumento delle decisioni rischiose in capo alle famiglie;*
- *l'incremento degli investimenti in asset finanziari;*
- *la crescita della complessità dei mercati finanziari;*
- *l'aumento dell'offerta di prodotti finanziari;*
- *l'incremento delle aspettative di vita, che ha inevitabilmente accresciuto il periodo di pensionamento.*

Come riassunto dall'ex Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi in un suo intervento: «*La crescita dell'esposizione delle famiglie ai rischi del mercato si è registrata in maniera evidente negli ultimi anni: in Italia, la partecipazione diretta e indiretta ai mercati azionari attraverso fondi comuni di investimento, polizze assicurative e previdenza integrativa è raddoppiata nel corso degli ultimi vent'anni.*»

Se sono aumentati, spesso inconsciamente, i rischi finanziari e la complessità degli strumenti è necessario conoscere la finanza, ma anche conoscere se stessi.

Chi sa riconoscere le proprie esigenze al momento di investire?

Chi sa valutare la propria propensione al rischio?

Conoscere la finanza senza conoscere se stessi è un buon punto di partenza per il fallimento finanziario. Investire in strumenti rischiosi per cercare grandi guadagni ma poi trovarsi senza il denaro sufficiente per la soddisfazione delle proprie esigenze o a fronte di imprevisti comporta costi, anche psicologici, drammatici. Al contrario il successo nel mondo della finanza dipende sempre dalla coerenza delle strategie di investimento con le proprie caratteristiche personali. La comprensione di sé, cioè la presa di coscienza della propria situazione finanziaria, delle proprie aspettative e delle proprie capacità di sopportazione della volatilità dei rendimenti è il punto di partenza per una corretta pianificazione finanziaria. Intraprendere il viaggio dell'investimento

senza la conoscenza di sé è come affrontare il mare aperto senza meta. A quale porto si approderà alla prima tempesta finanziaria?

Il libro ha questa ambizione: mostrare una strada, tra le tante, per porre le basi di una corretta pianificazione e dare inizio a una gestione semplice e forse originale dei propri risparmi. Non una panacea per tutti i mali finanziari degli individui, ma un tentativo di sottrarre la materia all'aleatorietà in cui la massa di risparmiatori tende ad abbandonare gli argomenti correlati ai temi denaro, finanza, risparmio e investimenti. Imparando dal passato per guardare al futuro, perché, visto che i cicli e gli errori si ripetono, da essi è possibile imparare: non solo emotivamente, a superare le ferite lasciate dalle perdite subite, ma anche metodi, supporti, strumenti da impiegare per provare a governare questi eventi e trarne un qualche vantaggio per tutto ciò che concerne la costruzione di un portafoglio finanziario, finalizzato alla soddisfazione delle esigenze dell'individuo.

*Federico Costalonga   Lucio Sgarabotto*

# Introduzione

Estremizzando, la costruzione dei portafogli finanziari dei risparmiatori generalmente si basa su due modelli: nei casi maggiormente sofisticati, sulla teoria classica dell'efficienza dei mercati, negli altri sul "caso" (modello decisionale "emotivo" senza basi teoriche, ma con molto seguito), privilegiando la soddisfazione di criteri contingenti dell'intermediario, generalmente, o dell'investitore, quando è lui stesso a decidere. Naturalmente esistono anche altri approcci alla costruzione di portafogli finanziari, ma tutti basati sulla libera iniziativa spesso accidentale.

Con il primo modello, partendo dal presupposto che l'investitore è razionale, ha una informazione completa e massimizza l'utilità attesa, si tendono a creare delle asset allocation efficienti, che si collocano cioè sulla frontiera efficiente, luogo della massima prospettiva di rendimento per ciascun livello di rischio definito dalla varianza.

Già messa così la cosa sembra abbastanza complessa.

Per l'investitore medio probabilmente è anche incomprensibile: frontiera efficiente, utilità attesa ecc. non sono argomenti comunemente trattati, figuriamoci la frequenza con cui vengono applicati. Come se non bastasse, oltre che poco impiegati, tali concetti si scontrano con una realtà non rappresentativa di quanto descritto: gli individui non agiscono seguendo principi razionali, ma sono influenzati nelle loro scelte dalle esperienze passate e dalle credenze (*bias*), dal contesto e dal formato di presentazione delle informazioni. Essi hanno risorse cognitive limitate che li costringono a semplificare in modo non razionale i problemi (euristica).

L'evidenza dei fatti dimostra che gli individui non scelgono la solu-

zione che permette loro di ottenere il massimo valore atteso, bensì il meglio per sé, spesso da un punto di vista emotivo. In questo modo seguono principi euristici e generano bias nella formulazione del giudizio, mostrano asimmetria informativa, possiedono cioè informazioni incomplete, limitate e diverse.

Le modalità con cui viene applicato il secondo modello possono essere dedotte da quanto esposto nella relazione annuale di giugno 2010 dell'allora Presidente della Consob, Lamberto Cardia, a proposito del comportamento degli intermediari nei confronti della comune clientela:

*«Sono state riscontrate carenze, in particolare nell'area dei conflitti di interesse, tra clienti non professionali e intermediari alla cui origine vi sono le politiche commerciali e di prezzo, le modalità di formazione dei budget e dei connessi schemi di incentivazione del personale».*

Per contrastare la crisi di liquidità le banche, infatti, hanno incrementato le emissioni obbligazionarie e queste hanno rappresentato l'80% dei collocamenti ai clienti al dettaglio. Il peso delle obbligazioni bancarie nei portafogli delle famiglie italiane è quindi aumentato, passando dal 7% del 2000 al 10,4% del 2009, molto più del resto d'Europa. La Consob ha acceso un faro su questo fenomeno perché si tratta di strumenti spesso illiquidi e talvolta più rischiosi dei titoli di Stato, senza che tale maggior rischio sia adeguatamente remunerato.

Ancora, viene riportato nel blog di Nafop (l'Associazione dei consulenti finanziari indipendenti) quanto si può leggere in una sollecitazione alla vendita di un prodotto alle filiali da parte dell'area manager di una delle maggiori banche italiane: *«L'up front (il guadagno della banca, ndr) è molto interessante (circa il 4%) e questa è un'occasione da non perdere assolutamente, per cui dovete iniziare sin da subito nella proposizione del prodotto. I gestori **devono proporla indistintamente ad almeno dieci clienti tutti i giorni**, in modo da garantire una maggiore possibilità di successo ed una parcellizzazione del collocamento e voi do-*

*vete spendervi in prima persona. La nostra area deve essere la prima!».*

Come facilmente si intuisce, il portafoglio costruito con il secondo modello sarà fortemente influenzato dagli specifici interessi della banca nella vendita dello strumento finanziario.

L'obiettivo di queste pagine è trovare una via diversa alle due precedenti.

In seguito, ricordando le parole di Edward Chancellor: *«La speculazione è uno sforzo, con molta probabilità di fallire, di trasformare poco denaro in molto denaro. L'investimento è uno sforzo, con molte probabilità di successo, per evitare che molto denaro diventi poco denaro»* ci si occuperà di investimento e non di speculazione.

Controverse sono le definizioni di investimento e di speculazione. Generalmente le differenziazioni tra l'una e l'altra si basano sul rischio – più elevato per le operazioni speculative – o sulla durata – più elevata quella per le operazioni di investimento. Per lo scopo del libro ci si atterrà alla definizione di Benjamin Graham: *«Un'operazione di investimento è quella che, dopo analisi approfondita, promette una buona garanzia sul capitale e un rendimento adeguato. Le operazioni che non soddisfano questi criteri saranno considerate come speculative».*

Seguendo tale definizione ci occuperemo esclusivamente di un'attività di impiego del denaro per un utilizzo futuro a copertura di esigenze, attività contraddistinta da una asset allocation dinamica adeguata al personale profilo di rischio e da un rendimento coerente con la soddisfazione delle necessità.

Per la creazione del portafoglio, prima di definire quali attività finanziarie ne faranno parte, sarà pertanto necessario individuare le esigenze che con tale denaro si desidera soddisfare, definire un obiettivo e il livello di propensione al rischio dell'investitore.

Per meglio svolgere questo compito ci avvicineremo anche all'indivi-

duo da un punto di vista psicologico, sfruttando al meglio le recenti scoperte della finanza comportamentale.

È assolutamente necessario, infatti, al fine di comprendere le esigenze degli individui, capire in che tipo di relazione sono con i loro averi.

La finanza comportamentale ha permesso di importare nel mondo della finanza alcuni aspetti della psicologia, rivelatisi essenziali, per la definizione delle esigenze.

In un portafoglio finanziario, nel lungo periodo, molte ricerche solitamente attribuiscono all'*asset allocation*<sup>1</sup> una percentuale pari al 85%-95% della capacità di produrre rendimenti, mentre alle rimanenti attività, *market timing* (capacità di scegliere il momento giusto per intervenire sul mercato acquistando o vendendo certi titoli) e *stock picking* (selezione dei singoli strumenti), la misera rimanenza.

Tali ricerche sono discutibili per diversi motivi ma hanno avuto molto successo, tanto che molti sono gli aderenti, soprattutto tra gli operatori finanziari a contatto con il pubblico. Essi sono confortati nel loro operare dalle parole di William Sharpe: «*Un gestore che tiene permanentemente il suo patrimonio in azioni può essere considerato un market timer ottimista. Il suo comportamento è coerente con la politica di prevedere che ogni anno sia buono. Anche se le sue previsioni potranno risultare errate un anno su tre, ciononostante conseguirà risultati superiori rispetto a quelli della maggioranza dei market timers*» e di Charles D. Ellis: «*Nella gestione degli investimenti, la vera opportunità per ottenere risultati superiori non è agitarsi per cercare di far meglio del mercato, ma piuttosto stabilire ed aderire ad opportune politiche di investimento nel lungo periodo*».

---

1) Processo decisionale tramite il quale vengono stabiliti i pesi relativi di ogni categoria di investimento, quali azionario, obbligazionario, liquidità, sul totale del patrimonio investito.

2) Informazione non distribuita uniformemente tra domanda e offerta, che pone una delle due parti in condizione di inferiorità.

Esistono fondamentalmente due approcci all'asset allocation.

Con un'asset allocation dinamica, diversamente dall'asset allocation non dinamica, in cui le attività d'investimento vengono cambiate solo al modificarsi delle caratteristiche personali, le asset class non rimangono immutate nel tempo, ma vengono modificate in base alle indicazioni che provengono dai mercati finanziari, avendo la presunzione che sia possibile una loro interpretazione.

Nel Capitolo 3 vedremo se tale processo abbia una sua ragion d'essere e a quali risultati possa portare; vedremo, in pratica, come sia possibile difendersi dall'andamento altalenante dei mercati ottenendo risultati complessivamente migliori e con minor rischio di quanto si possa conseguire con la sola asset allocation.

Una buona regola per gli investitori consiste nel proteggere le posizioni inserendo degli allarmi nel portafoglio, non solo per garantirsi dall'andamento dei mercati, ma anche per cautelarsi dalle azioni proprie, perlopiù dettate dalle emozioni, e da quelle degli intermediari, mossi dal conflitto di interessi.

Gli investitori, infatti, per l'impiego delle proprie risorse finanziarie possono agire da soli o rivolgersi ad operatori del mercato finanziario, quali banche, promotori, assicuratori e, da qualche tempo, alla nuova figura professionale dei consulenti finanziari indipendenti.

Nel piano strategico 2010-2012 della Consob possiamo leggere: *«L'investimento diretto della ricchezza in prodotti con elevato rischio di liquidità (quali obbligazioni bancarie e polizze assicurative a contenuto finanziario) è una caratteristica strutturale delle scelte degli investitori italiani, che spesso detengono portafogli poco diversificati e in forma di risparmio amministrato. I dati di sondaggio indicano infatti che le obbligazioni bancarie (incluse quelle di emittenti esteri) e le polizze finanziarie sono gli strumenti più diffusi dopo i depositi e i titoli di Stato italiani».*

L'asimmetria informativa<sup>2</sup> figlia della la scarsa informazione finanziaria, l'incapacità di tener conto nelle proprie scelte d'investimento delle esigenze personali e familiari, l'incapacità nel verificare la propria propensione al rischio e a prendere le conseguenti decisioni, un comportamento non razionale ma condizionato dalle emozioni, hanno portato alla situazione attuale (ma nel passato non era migliore) descritta dalla Consob dei portafogli finanziari delle famiglie.

In molte famiglie spesso (per comodità, per ignoranza, per fiducia) le scelte vengono delegate ad altri, ritenuti più capaci per la professione che svolgono o per l'esperienza acquisita o perché autorevoli. Non sempre però la delega è un buon affare; frequentemente ci si rivolge a venditori di prodotti e di servizi d'investimento o di consulenza che sono sottoposti al problema del conflitto d'interessi: in questo caso le scelte saranno fatte per soddisfare le esigenze di chi? Del venditore o del compratore? È una domanda legittima a fronte dell'insoddisfazione dei risparmiatori relativamente ai propri investimenti certificata da molte indagini.

La MiFID evidenzia la centralità della tematica del conflitto d'interessi nella disciplina dei mercati finanziari. Nelle premesse della direttiva (i cosiddetti "considerando") si specifica che la *«gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato la possibilità che vi siano conflitti tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti. È pertanto necessario prevedere regole volte a garantire che tali conflitti non si ripercuotano negativamente sugli interessi dei loro clienti»*.

Da uno studio di Tullio Jappelli dell'Università di Salerno emerge che chi delega generalmente si assume rischi di portafoglio maggiori di quanto desiderato: «Coloro che richiedono una consulenza finanziaria investono di più in azioni». Inoltre, un'analisi effettuata da Assoreti nel 2011 relativa al 2010, segnala che i clienti seguiti da promotori sono posizionati intorno al 54% sulle asset class più rischiose, mentre gli altri canali distributivi sono posizionati al 23%. Se questo sia positivo

o negativo non lo possiamo sapere a priori, anche se guardando agli ultimi anni, il posizionarsi eccessivamente sui mercati azionari non può certo aver recato benefici.

Oltre che per dare un riferimento nella successiva creazione dell'asset allocation dinamica è proprio per offrire un aiuto ai risparmiatori a difendersi da se stessi e dagli intermediari che sono state pensate le prime due parti del libro.

Nel Capitolo 1 si affronteranno i temi della psicologia dell'investitore, di come far emergere le esigenze spesso nascoste, trasformarle in obiettivi, e di come verificare la propensione al rischio.

Una parte innovativa del libro riguarda l'utilizzo dei conti mentali del soggetto per meglio definire le sue esigenze finanziarie e per creare obiettivi "ben formati".

Approfondiremo la differenza tra "risparmi" e "investimenti" e le implicazioni che questa visione comporta nella relazione con il denaro.

Cosa rappresenta quel denaro per lui? Qual è il bisogno fondamentale da tutelare?

Nel Capitolo 2 si tratterà il tema del conflitto di interesse e nel Capitolo 3 si analizzeranno alcuni aspetti che incidono profondamente sui risultati dei portafogli, si vedrà che i mercati finanziari sono strettamente correlati al ciclo economico e si rileverà quali sono gli elementi che maggiormente influenzano l'andamento dell'economia di cui tener conto per la creazione di una asset allocation dinamica.

Ciascun individuo, per fare un buon investimento, deve quindi difendersi da se stesso, dagli intermediari e dai mercati. Se gli intermediari non vanno verso gli investitori (con una consulenza effettiva, scevra da conflitti d'interesse), vedremo come fare perché la consulenza si avvicini al risparmiatore.

Per fare questo è necessario determinare una strategia che ci permetta di raggiungere gli obiettivi che ci siamo posti, coerente con la propensione al rischio personale, tale da non indurci a modificarla nel tempo.

È essenziale trovare delle misure in grado di tenere in considerazione tutti i vari tipi di rischio (rischio di liquidità, rischio di mercato, rischio di insolvenza, rischio di variazione dei tassi, rischio di interesse, rischio di cambio ecc), verificare quali relazioni esistono effettivamente tra le varie macro asset class e le loro correlazioni per cercare di costruire un portafoglio semplice ma diversificato.

Tale portafoglio dovrà essere facilmente misurabile tanto nel rischio quanto nella redditività, senza sovrapposizioni, e si dovrà poter modificare facilmente, senza grossi interventi e costi, in seguito a modifiche di elementi endogeni o esogeni all'investitore (obiettivi, rischio, mercati ecc.).

È inoltre essenziale, una volta espresse le relazioni costanti del mercato, cercare di individuare strumenti e attività che ci consentono di comprendere i loro cambiamenti (*leading indicator*) e quelli che ci permettono, una volta intuiti i cambiamenti in atto, la creazione di un'asset allocation coerente. Un'asset allocation che potrà essere estremamente semplice o più complessa, che potrà essere a se stante o, per chi voglia perseguire più strategie o desideri soddisfare molteplici esigenze, inserita in un portafoglio più ampio.

Dedicare un po' di attenzione ai propri investimenti, aumentare la propria cultura finanziaria, tener conto dei propri obiettivi nella creazione del portafoglio d'investimento, usare i giusti strumenti per modificare nel tempo la propria asset allocation sono attività che possono portare notevoli benefici ai risparmiatori, non ultima anche l'indipendenza dai cattivi consigli.

# CAPITOLO 1

## *Elementi endogeni all'investitore (difesa da se stessi)*

## La psicologia dell'investitore

*«Se uno non si sente confuso è perché in realtà non ha ben compreso la situazione.»*

Edward R. Murrow

Questo libro si rivolge a chi vuole investire il proprio denaro con serenità, senza la paura dell'andamento dei mercati e senza rimanere in balia dell'eccesso di informazioni e di notizie a cui quotidianamente siamo sottoposti.

Per poter raggiungere questo importante obiettivo personale è fondamentale saper rispondere alla faticosa domanda: che cosa voglio dai miei risparmi?

Con l'aiuto della psicologia, ed in particolare con le ultime scoperte della finanza comportamentale, adottiamo un approccio nuovo, molto più vicino alla percezione delle persone, rispetto alla teoria classica della finanza.

In parole anche semplici la regola fondamentale della finanza classica è:

*«Nel lungo periodo le azioni rendono di più delle obbligazioni, quindi bisognerebbe investire in prevalenza in azioni, tenendo conto della propria tolleranza al rischio.»*

Chi non adotta questo comportamento è irrazionale.

Dentro questa teoria è difficile tenere conto dei condizionamenti esterni (ambiente, persone e informazioni) e interni (emozioni e umori o stati d'animo) a cui gli individui sono sottoposti.

Ne citiamo solo alcuni, giusto per introdurre l'argomento.

Tra i condizionamenti esterni più importanti troviamo sicuramente quello dell'ambiente circostante, ovvero la replica del comportamento di massa, che si manifesta anche a causa di un eccessivo flusso di notizie.

La ricerca al di fuori di sé delle motivazioni di una scelta di carattere economico e finanziario non è giustificabile, dato che le conseguenze sono assolutamente personali.

Si possono condividere le responsabilità di una scelta con un'altra persona, la quale può essere più o meno professionalmente preparata e di buon senso, ma bisogna essere consapevoli che le conseguenze di tali scelte impattano solo sulla propria solidità economica.

Tra i fattori interni ci sono le emozioni, come la paura e l'avidità, attraverso le quali il soggetto reagisce agli stimoli provenienti dall'esterno e pone in atto le sue scelte e gli umori che caratterizzano la quotidianità.

Aggiungiamo infine la percezione del rischio, ben diversa da quella descritta dalla finanza classica nel momento in cui l'investimento sta generando delle perdite, ed abbiamo così creato un mix esplosivo di "instabilità delle scelte".

Perché un soggetto dovrebbe rivolgersi ad un consulente?

Da consulenti ci sentiamo spesso porre la domanda «Quali sono le previsioni di andamento dei mercati?», ma siamo sicuri che sia la domanda giusta?

È davvero la domanda che il soggetto intende sottoporci?

Oppure cela una preoccupazione per il suo denaro e per il suo bisogno di sicurezza?

La domanda dovrebbe forse essere «Come faccio a fare le scelte giuste riguardanti il mio denaro?».

Come Alice nel Paese delle Meraviglie:

Alice: *Volevo soltanto chiederLe che strada devo prendere!*

Stregatto: *Be', tutto dipende da dove vuoi andare!*

Un altro indizio della preoccupazione di un soggetto a proposito delle sue risorse economiche si manifesta quando lo sentiamo chiedere «Qual è la probabilità di accadimento di un evento?», ad esempio relativo al default di un titolo obbligazionario.

Anche in questo caso siamo sicuri che sia la domanda giusta?

O forse sta a significare che quel soggetto potrebbe non essere in grado di sopportare le conseguenze derivanti da quel default, ad esempio per un eccesso di concentrazione del portafoglio, e quindi di rischio?

Innanzitutto bisogna fare un po' di ordine nei conti mentali.

In linea di principio esistono tre diversi scenari nei quali ci si può trovare, rispetto al rapporto con il proprio denaro:

- si può avere chiaro un obiettivo e sapere già quale soluzione scegliere;
- si può avere chiaro un obiettivo e non sapere quale soluzione scegliere;
- si può non avere chiaro un obiettivo e pertanto non sapere quale soluzione scegliere.

Nei primi due casi il compito è piuttosto semplice e la teoria classica della finanza ci può aiutare molto bene, ma nel terzo caso, il compito più difficile è proprio quello di individuare gli obiettivi finanziari.

Vogliamo tentare un approccio innovativo, slegato dagli approcci sino-  
ra appresi dentro qualsiasi corso di finanza.

In passato si cercava di allineare le esigenze di un cliente ad una serie  
di bisogni “predefiniti” che potrebbero fare al caso suo, tipo integrare  
la pensione, l’acquisto di una casa, l’istruzione dei figli ecc.

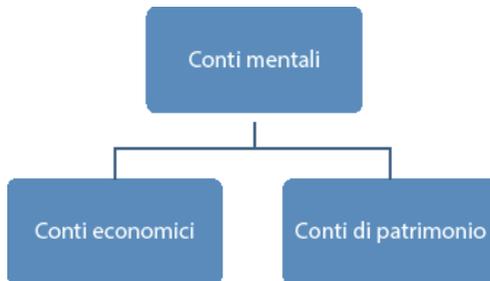
In questo capitolo vogliamo invece affrontare l’argomento attraverso  
l’indagine dei conti mentali.

Ciascuno di noi ha dei conti mentali ed agisce in funzione di alcuni  
punti di riferimento.

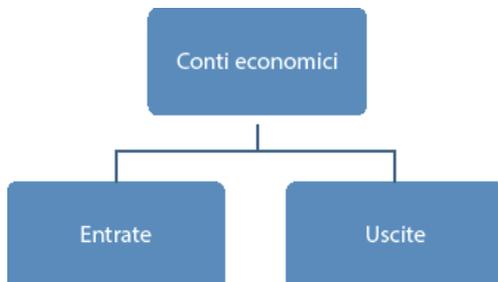
Questo è il vero contributo della finanza comportamentale.

Ma come si possono suddividere questi conti mentali?

Proprio come in base ai principi di ragioneria è possibile effettuare  
una prima distinzione tra conti economici e conti di patrimonio.



I conti economici sono quelli inerenti a tutti i movimenti che incre-  
mentano o riducono le risorse di un individuo e che, a loro volta, si  
suddividono in entrate e uscite.



### *Entrate*

Tra le entrate ritroviamo tutte le voci che contribuiscono ad incrementare le risorse, come, ad esempio lo stipendio, i compensi relativi all'attività svolta, le rendite finanziarie, le entrate occasionali, quali mance e donazioni ricevute.

### *Uscite*

Alle uscite al contrario appartengono le voci che riducono le risorse, come le spese domestiche (bollette, affitti, tempo libero, istruzione, figli), le rate dei finanziamenti, le coperture assicurative, le vacanze.

Le entrate vengono imputate ai conti mentali in base alle fonti, essendo rilevante ai fini del processo decisionale la provenienza delle stesse.

La propensione all'impiego delle risorse sembra essere inversamente proporzionale allo sforzo sostenuto per generarle.

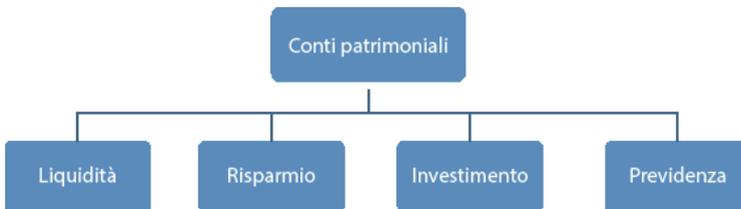
Maggiore è la fatica fatta per produrre reddito, minore sarà la facilità con cui lo stesso viene impiegato in beni di consumo.

Dall'evidenza quotidiana si riscontra che maggiore è la difficoltà di reperimento delle risorse economiche, minore sarà la propensione alla

spesa e questo favorirà una propensione all'accantonamento di risparmi, ove disponibili.

Ogni individuo percepisce l'importanza dell'accantonamento di risorse al fine di creare un "fondo di riserva" che potrà essere destinato, in seguito, per far fronte ad esigenze ed a spese, anche impreviste, e per la realizzazione di progetti, di investimenti e per la previdenza.

La seconda categoria è costituita dai conti patrimoniali ed è suddivisa in quattro tipologie principali:



Anche lo stock di ricchezza tende ad essere suddiviso in conti mentali, essendo rilevante in questa circostanza la forma della ricchezza stessa.

### *Liquidità*

Rappresenta la riserva tenuta a disposizione per le spese correnti. La liquidità sui conti correnti tende ad essere spesa abbastanza facilmente, mentre è più difficile che il consumo venga finanziato attraverso lo smobilizzo degli investimenti oppure intaccando le risorse previdenziali oppure ancora, attraverso l'indebitamento, attingendo dalla ricchezza futura.

### *Risparmio*

Secondo la teoria finanziaria classica il risparmio rappresenta la "quota di reddito non spesa e accantonata".

In realtà tale definizione dovrebbe essere integrata anche con un significato psicologico e comportamentale, ovvero:

*«e rappresenta il rinvio al futuro di una scelta (spesa o investimento) per la quale, nel frattempo, viene richiesta una ricompensa monetaria, la cui entità è proporzionata allo sforzo fatto per accantonarla».*

Se associamo anche i significati attribuiti agli stessi termini dalla psicologia comportamentale ci accorgiamo che il risparmio innanzitutto non discende necessariamente solo dal reddito, bensì da qualsiasi trasformazione monetaria di ogni tipo di asset, ad esempio la vendita di un immobile, la cessione di una partecipazione societaria, a prescindere dalla provenienza degli stessi (attività lavorativa, eredità, fortunate coincidenze ecc.) e rappresenta un rinvio al futuro di una scelta, che potrà essere sia di consumo che di investimento.

Nel frattempo il titolare del risparmio richiede un'adeguata ricompensa monetaria.

Adeguata a cosa? Alle attese di remunerazione ritenute eque per lo sforzo effettuato nella fase di accantonamento.

La ricerca di una remunerazione sempre più elevata, associata alla rimozione della percezione del rischio, può indurre in errori molto gravi per la tutela del proprio patrimonio.

Si può risparmiare per realizzare successivamente un investimento, ma lo si può fare anche per rinviare semplicemente al futuro una spesa che al momento non si è in grado di affrontare, a causa dell'insufficienza di risorse economiche.

In termini temporali è rappresentato da un periodo, talvolta indefinito, nel quale le risorse vengono mantenute “in attesa” di trovare una nuova destinazione, la quale può essere già stata individuata con chiarezza (spesa o investimento), ma potrebbe ancora non essere stata definita (non si sa mai).

Il risparmio, nella contabilità mentale degli individui, deve possedere il requisito essenziale di non riservare spiacevoli sorprese nel momento in cui ci sarà la necessità di disporne.

L'avversione a qualsiasi forma di perdita è assoluta: il “rischio” è accettato esclusivamente come possibile variabilità dei rendimenti, i quali non dovranno, in nessun caso, essere negativi, in particolar modo in occasione della periodica osservazione dei risultati.

### *Investimento*

Consiste nell'impiego di una risorsa disponibile allo scopo di realizzare un progetto produttivo, con la speranza di ricevere una ricompensa superiore al risparmio, ma anche con la consapevolezza dell'assunzione di un rischio di perdita in conto capitale.

L'investimento comporta la possibilità che il bene (nel nostro caso lo strumento finanziario) diminuisca il suo valore nel tempo.

L'atto stesso di investire equivale ad un'assunzione di rischio.

Ma attenzione, acquistare titoli in borsa, al solo scopo di vederne crescere il valore non è un investimento, bensì un surrogato necessario per soddisfare il bisogno di sicurezza.

A maggior ragione se non risulta “importante” la scelta del titolo, o meglio, la consapevolezza dell'attività svolta dal sottostante (dati di bilancio, prospettive di sviluppo, linee di condotta del management ecc.)

allora ci troviamo in un “derivato” psicologico, al quale dovremmo dare un nome nuovo rispetto alla “speculazione” (termine con accezione negativa), ma che non è certamente un investimento e neppure una scommessa.

### *Differenze nei concetti di risparmio e di investimento*

In molti casi si utilizzano indistintamente i due termini, nonostante invece sia assolutamente netta la distinzione di significato tra i due vocaboli.

Nell'investimento è intrinseco il concetto di rischio, inteso come possibilità di perdita.

Nel risparmio non è prevista “psicologicamente” la possibilità di perdita in conto capitale.

Nel risparmio il rischio può essere inteso solo come variabilità dei rendimenti, nel senso di guadagnare tanto o poco, ma non di intaccare la risorsa.

Ogni risultato ottenuto viene vissuto come ricompensa per l'attesa maturata e viene mentalmente contabilizzato come acquisito, ogni successiva flessione di valore è considerata alla stregua di una perdita.

Investire significa impegnare le proprie risorse in una attività produttiva, con un orizzonte temporale non definito con esattezza, attendendosi un guadagno dall'attività sottostante e non dalle oscillazioni di valore delle quotazioni dei titoli che li rappresentano.

### *Previdenza*

Rappresenta la quota di ricchezza accantonata allo scopo di far fronte ad esigenze future, in particolare per il periodo in cui si dovrà smettere l'attività lavorativa e verrà meno la fonte di entrata.

L'utilità della risorsa è rinviata ad un periodo di tempo successivo, nel quale si presume che le risorse economiche saranno inferiori o comunque limitate.

*L'aiuto di un consulente è di fondamentale importanza per accompagnare il risparmiatore a fare chiarezza rispetto ai propri obiettivi e qualora questi fossero di "tutela del patrimonio" e "ricerca di opportunità di crescita nel tempo", allora questo libro può suggerire un approccio agli investimenti finanziari solido e robusto, basato sui risultati dell'economia reale e non solo su quella "di carta".*

Nel prosieguo di questo testo cercheremo di mettere il risparmiatore in condizione di investire serenamente, senza subire le ansie derivanti dall'andamento del mercato.

## Le esigenze dell'investitore

*«Non c'è vento favorevole per chi non sa in quale porto vuole arrivare.»*

Seneca

*«La pianificazione finanziaria è il processo che consente a un investitore di raggiungere gli obiettivi della propria vita attraverso la gestione corretta delle risorse finanziarie che ha a disposizione (tra gli obiettivi segnaliamo, ad esempio, un soddisfacente tenore di vita durante la pensione, l'acquisto di una casa, l'accumulo di un capitale per l'educazione dei figli o per iniziare un'attività imprenditoriale, un semplice accumulo di capitale)». (Manuale del consulente finanziario indipendente - C. Armellini, L. Mainò, G. Romano, Il Sole24Ore, 2006)*

*«La ricchezza di un investitore normalmente è solo un mezzo per acquisire beni e servizi e non rappresenta affatto un fine in sé. Per questi motivi le esigenze devono essere tradotte precisamente nel tempo e nella quantità del consumo. Naturalmente, nella definizione delle esigenze l'investitore deve considerare i vincoli oggettivi (per esempio, la limitatezza delle risorse a disposizione o del risparmio in formazione) e i vincoli soggettivi (per esempio, la propensione al rischio). L'insieme di tutti questi elementi costituisce la politica d'investimento che, in seguito, potrà essere convertita in specificazioni ancora più operative: gli obiettivi di ciascun progetto d'investimento, individuati precisamente nelle loro coordinate quantitative e cioè tempo, rischio, rendimento atteso.*

*Nella pratica corrente del nostro Paese, ma spesso anche altrove, di norma le risorse non vengono finalizzate e composte all'interno di una politica d'investimento chiaramente definita. Conseguentemente le scelte e le valutazioni d'investimento perdono interamente il loro significato:*

*“a chi non sa dove andare qualsiasi strada va bene”». (Il planning della finanza personale – F. Miglioli, G. Megale, S. Sorgi. Il Sole24Ore, 2001).*

Per una corretta pianificazione finanziaria è quindi necessario analizzare le proprie esigenze e definire i propri obiettivi, individuare la propria propensione al rischio (anzi, vedremo nel successivo capitolo che ognuno di noi ha contemporaneamente più propensioni al rischio) e, solo successivamente, creare una adeguata asset allocation e scegliere quei prodotti e servizi più adatti al raggiungimento degli scopi prefissi. Al contrario di quello che normalmente si pensa, la maggiore difficoltà di tale processo sta non nell'individuare prodotti e servizi, ma nel percepire e nel comprendere i bisogni reali e quindi tradurre le esigenze in obiettivi.

Le esigenze possono essere di tipo finanziario, previdenziale e assicurativo.

Ci sono esigenze palesi, subito individuabili, ma spesso ci sono anche esigenze latenti, che possono emergere solo attraverso un'approfondita analisi.

Talvolta, le esigenze latenti sono più importanti di quelle manifeste. L'investimento ottimale non è uguale per tutti, ma deriva da una pianificazione attenta: le esigenze personali e familiari possono essere diverse e dipendono da tanti fattori, come l'età, lo stile di vita, il patrimonio disponibile, la composizione del nucleo familiare, la professione, la stabilità dei flussi finanziari, la propensione al rischio, le tutele assicurative e previdenziali, e via dicendo.

Ma perché tutti i testi di consulenza finanziaria dedicano molto spazio alla soddisfazione delle esigenze?

In fin dei conti, si dirà, per investire è necessario avere del denaro, disporre di una banca e selezionare dei prodotti, possibilmente efficienti. Oppure seguire gli inviti simili a questo: «...investire al meglio,

per scoprire veramente i segreti dei mercati e della borsa, con informazioni affidabili e soprattutto uniche, perché fornite in esclusiva dai nostri analisti...». Tutto molto semplice, specialmente quando i mercati vanno nel verso giusto. Più complicato diventa quando le cose vanno meno bene, quando nel portafoglio titoli si cominciano a vedere segni meno e queste performance negative si prolungano nel tempo e, talvolta, le perdite diventano drammatiche. Allora arrivano la paura e il panico e si comincia a vendere indiscriminatamente cercando di salvare il salvabile.

Investire senza obiettivi è come navigare senza bussola o andare in mare aperto senza conoscerlo. Qualche volta potrebbe andarci bene (vedi Colombo quando scopri l'America), altre male. Pensiamo a quanti potenziali Colombo sono finiti in fondo al mare. Possiamo però rischiare che ci vada male con il nostro denaro? Forse sì, ma non per cifre che riteniamo rilevanti e troppo importanti per il nostro futuro.

L'unica alternativa ad assecondare le esigenze è ascoltare i mercati, ma i mercati si fanno ascoltare?

Se potessimo predire ciò che succederà non ci sarebbe bisogno di seguire le esigenze. Se prevedessimo che domani c'è il sole potremmo uscire dal porto. Se intuissimo che c'è bufera ce ne potremmo stare tranquillamente a letto. Sapremmo sempre come meglio comportarci.

Nei mercati finanziari, lo sappiamo, la tempesta, presto o tardi, arriva sempre e l'unico riparo, non conoscendone la tempistica, né l'entità, è l'aver preventivamente costruito un portafoglio finanziario adeguato agli obiettivi da raggiungere e al rischio che si può sopportare.

Il comportamento più ricorrente è questo: ci si accorge dopo qualche tempo che i mercati stanno dando ottimi risultati e le prospettive sono buone e quindi, anche incentivati dagli intermediari, si aumenta la componente volatile del portafoglio. Si ottengono buoni rendimenti, ma,

non avendo un obiettivo, non si sa quando realizzare l'investimento. I mercati nel frattempo scendono e per liquidare la componente azionaria ci si dice è meglio aspettare tempi migliori. Il tempo passa, le borse calano ulteriormente e i rendimenti diventano negativi. Nel frattempo perché il denaro serve, o, presi dal panico, per evitare di rimanere invischianti in guai peggiori, l'investimento viene liquidato in perdita.

Vediamo invece il comportamento che potrebbe avere chi, prima di investire i propri risparmi, abbia ragionato sulle proprie esigenze. Il portafoglio in questo caso verrà costruito in funzione del raggiungimento degli obiettivi: la componente obbligazionaria sarà tale da garantire al momento dell'utilizzo delle risorse la disponibilità delle somme necessarie e la componente azionaria costituirà una percentuale dell'investimento coerentemente con la individuale propensione al rischio. Se i mercati azionari salgono si provvederà a riorganizzare il portafoglio in base alle nuove disponibilità, se scendono, ma non oltre il limite imposto dal rischio desiderato, si potrà scegliere, se vi sono disponibilità economiche e buone prospettive, di incrementare la componente rischiosa oppure di lasciarla costante. Se il limite di perdita massima venisse raggiunto, per evitare di andare oltre, la componente volatile verrà liquidata e investita in attività meno rischiose. In ogni caso verranno raggiunti i risultati minimi prefissi, si eviterà il panico e si dormirà tranquilli la notte.

Gli obiettivi pertanto devono essere la nostra guida e il rischio che si intende correre per raggiungerli il nostro lasciapassare. Se le esigenze non le abbiamo (non le conosciamo, ma una c'è sempre, poi vedremo quale!) è necessario crearle (ad esempio dandosi obiettivi di rendimento o di capitale in un determinato periodo di tempo) .

Ma quali sono le esigenze? Da cosa dipendono? (età, ciclo di vita, reddito, patrimonio, incidenza del patrimonio da investire sul patrimonio complessivo ecc.). Come esplicitarle?

Il processo di pianificazione serve proprio a questo, a fare emergere le esigenze, a definire di conseguenza gli obiettivi di vita del risparmiatore, ordinarli per priorità e ripartire quindi le risorse, economiche e finanziarie, disponibili e future, finalizzate al loro raggiungimento. La pianificazione serve pertanto ad attribuire al denaro uno scopo, in modo tale che su di esso si possa esercitare più efficacemente la capacità di controllo, altrimenti impossibile su risparmio non finalizzato.

Ma come far emergere queste esigenze spesso latenti? A noi sembra riduttivo pensare, come molti fanno, che le esigenze di ognuno dipendano in modo automatico dal trascorrere del tempo (ciclo di vita) o dalle abitudini (stile di vita), oppure dal livello culturale o altro.

Ognuno di noi è unico, ha bisogni che dipendono non solo dalle risorse disponibili e da quelle future ma anche dal proprio atteggiamento psicologico alla vita.

Dal nostro punto di vista è necessario partire da una domanda fondamentale, la cui risposta è diversa per ciascun soggetto: «A cosa devono servire i tuoi risparmi?».

A grandi linee gli obiettivi di spesa futuri possono essere raggruppati in quattro categorie: acquisto di beni durevoli e di servizi; assicurarsi per il futuro di un livello di consumo desiderato; scopi precauzionali per la gestione dell'incertezza a venire; accrescimento della ricchezza a vantaggio degli eredi.

L'emersione di una specifica esigenza non può venire che da uno sforzo personale per il riconoscimento dei consumi differiti nel tempo.

Utile allo scopo è la costruzione di un personale bilancio familiare che dovrà essere integrato con le aspettative economiche e finanziarie future e gli aspetti emotivi per dare priorità alle esigenze e definire il proprio profilo di rischio. Quest'ultimo aspetto verrà trattato di seguito.

I bisogni di investimento di ciascun risparmiatore si traducono in termini economico-finanziari in spese attuali (quali quelle per la casa, per l'auto, per i figli, rate di rimborso dei debiti, imposte e contributi ecc.) a sostegno del proprio tenore di vita e spese future (spese previste negli anni successivi a quello considerato, quali spese per i figli, risparmio per la pensione, spese per l'acquisto di beni materiali ecc.).

Le spese devono essere sostenute dalle entrate, di qualsiasi tipo siano (tipicamente redditi da lavoro, da immobili e da capitali quali interessi, dividendi e plusvalenze), altrimenti impoveriamo il nostro patrimonio.

Se raggruppiamo entrate e uscite per anno creiamo il conto economico personale, il cui saldo, dato dalla differenza algebrica tra le voci, se positivo, costituirà il risparmio annuale.

Il risparmio annuale si cumula in ricchezza e va quindi a costituire le attività del risparmiatore, cioè le risorse destinate a consumi futuri, che, unite alle passività (l'insieme dei debiti in essere), costituiranno una forma semplificata dello stato patrimoniale familiare. L'analisi del conto economico e dello stato patrimoniale può permettere più facilmente l'individuazione delle varie categorie di esigenze.

Ogni esigenza emersa necessita poi di una sua quantificazione, cioè della determinazione delle risorse necessarie alla sua soddisfazione e del momento o periodo di tempo in cui prevedibilmente esse dovranno essere disponibili. L'insieme delle esigenze dovrà essere ordinato in base alle priorità e la destinazione del risparmio presente e futuro dovrà coprire tali esigenze a partire da quelle essenziali per finire con quelle marginali.

È consigliabile quindi destinare un progetto, un piano, per ciascun obiettivo. In questo modo si riusciranno a selezionare le cose che sono veramente importanti e quelle che lo sono meno.

E una volta che si sono individuate e messe a posto le questioni importanti, magari si scopre che rimangono cifre da dedicare ad altro. Oppure al contrario ci si accorge che le pretese sono troppo elevate e si deve rivedere il tenore di vita e tanti altri aspetti.

Per ciascuna esigenza bisognerà poi individuare la propria tolleranza al rischio, ma questo sarà l'argomento che tratteremo di seguito.

## La propensione al rischio

«Unusquisque faber fortunae suae.»

(Ognuno è artefice della propria fortuna)

Appio Claudio

Iniziamo la trattazione con le significative parole prese da un articolo di Luca Celati, autore del libro *The Dark Side of Risk Management* (trad. it. *Il lato oscuro del risk management*, Trading Library 2008).

*«Il rischio non è affatto un tema nuovo, né lo sono le importanti disattenzioni comportamentali da parte di investitori, management, enti di regolamentazione e governi che – ancora un volta – lo hanno circondato e gestito(?). Essendo l'espressione del denaro, la merce più fungibile ed indifferenziata che ci sia, la finanza non presenta cose nuove ma piuttosto combinazioni nuove di componenti esistenti. L'attuale crisi rappresenta semplicemente **una nuova espressione della letale combinazione tra rischio e marketing**, quest'ultimo utilizzando come longa manus la finanza quantitativa e le sue false certezze, poi irresponsabilmente avallate con autocompiacimento da policymakers e da tutto il mercato. **L'uso massiccio e spesso sconsiderato della leva finanziaria e dell'indebitamento** ha semplicemente agito come lente d'ingrandimento dei problemi che si sono verificati.*

*Gli aspetti comportamentali del fenomeno – esemplarmente messi in evidenza dalle reazioni spesso scomposte ed inopportune di politici e banche centrali – pure non sono nuovi, e ne so qualcosa, visto che l'edizione originale in inglese del mio libro *Il Lato oscuro del risk management*, risale a ben quattro anni fa.*

*Poiché, ancora una volta, si è riscontrato quanto facilmente vengano dimenticate le lezioni del passato, non ho dubbi che la storia continuerà a ripetersi.*

***Trovo irresponsabile** che i media, mettendosi nella scia di politici, banche centrali ed enti di regolamentazione, alimentino l'impressione che **il rischio sia un fatto nuovo** o, peggio, presentare al pubblico l'idea che limitarlo drasticamente in maniera da far sembrare il mondo come un sistema superblindato e "serio" sia una scelta con solo vantaggi.*

*Mentre nella mia carriera di trading ho sempre guardato con scetticismo all'**applicazione della fisica ai mercati**, esiste un principio in cui fisica e rischio collimano, e in particolare il fatto che il rischio non si crea né si distrugge ma si può soltanto trasferire.*

*Allo stesso modo, la crescita ed il benessere diffusi in Occidente e un po' in tutto il mondo nell'ultimo trentennio rappresentano semplicemente il **lato positivo** della medaglia dei maggiori rischi assunti dal sistema nel periodo.*

*Ridurre in maniera eccessiva il rischio comporterà un **prezzo pesante** per le economie in termini di crescita ma, naturalmente, menzionare questo svantaggio non è politicamente corretto per nessuno. Perciò, tanto per cambiare, l'uomo della strada se ne renderà conto a proprie spese più avanti!»*

Parole profetiche.

Ma ciò che a noi interessa in questo contesto è sapere che il rischio non è un fatto nuovo, né scomparirà. Non esistono prodotti privi di rischio, oggi tantomeno che in passato. È necessario quindi che il risparmiatore faccia i conti preventivamente con la possibilità di sopportare eventuali perdite o fluttuazioni del proprio patrimonio a causa dell'andamento negativo dei mercati o per altri motivi che in seguito vedremo.

Nonostante questa evidenza, però, di fronte a delle disponibilità finanziarie pronte per essere investite spesso il primo pensiero del risparmiatore si rivolge ai prodotti. Come posso fare ad impiegare questi risparmi? Che prodotto mi può consigliare la banca? Che rendimenti potrò ottenere? Ho visto la pubblicità di un tal prodotto ecc.

Il primo pensiero dell'investitore accorto dovrebbe invece essere molto diverso. Lasciamo da parte gli sfavillanti prodotti finanziari che vengono proposti e cerchiamo anzitutto di comprendere i nostri obiettivi, di esplicitarli, di classificarli secondo un ordine di priorità e di tempo, a determinare in maniera realistica il rendimento necessario e il rischio che siamo disposti a correre per il raggiungimento degli stessi.

Cosa non proprio facile a farsi nemmeno quest'ultima. Infatti, la propensione al rischio – che può essere indicata come il grado di tolleranza alle variazioni del valore del patrimonio – è un'entità indefinita, quasi mai quantificabile, variabile nel tempo e condizionata da innumerevoli e svariati fattori quali la famiglia, le amicizie, le proprie conoscenze, i propri obiettivi, la stabilità finanziaria, l'andamento dei mercati, (alcuni ricercatori hanno addirittura ipotizzato che sia influenzata da mutazioni dei geni che regolano la dopamina e la serotonina) ecc.

La tolleranza al rischio rappresenta la possibilità di sopportare il rischio ed il grado di avversione al rischio stesso. È il punto di partenza per scoprire il proprio profilo di investitore. Il rischio è incertezza, è la possibilità che l'investimento non abbia i risultati sperati. Il livello di rischio che si è in grado di sopportare è un elemento di grande importanza, e deve essere considerato prima di fare un qualsiasi investimento.

Ma da quali rischi dobbiamo proteggere il risparmio?

La nozione di rischio alla quale fare riferimento è uno snodo cruciale per la misurazione della tolleranza al rischio. La finanza classica

si rifà a un concetto oggettivo, quantificabile con opportuni metodi statistici, sintetizzabile in un solo parametro (la varianza, il downside risk, il beta del CAPM ecc.). Nel contesto classico le scelte degli individui sono dinamicamente coerenti: una decisione ottimale in un dato momento rimane tale al passare del tempo.

Il rischio oggettivo è di solito quello più facilmente percepibile. Le principali categorie di rischio sono il *rischio emittente*, cioè il rischio che chi ha emesso il titolo acquistato fallisca e non sia in grado di rimborsare il debito, il *rischio di mercato*, e cioè la variabilità dei prezzi, il *rischio tassi di interesse*, che si abbina al rischio di mercato. E poi ci sono tutti gli altri rischi che molti risparmiatori non conoscono perché spesso vengono nascosti, come ad esempio il rischio di liquidità, la possibilità concreta di non riuscire a vendere il titolo acquistato quando sopravvengano necessità imprevedute. Ecco un esempio del rischio liquidità. Un cliente ha bisogno per fine mese di soldi per comperare un immobile. La banca gli ha venduto solo obbligazioni proprie che però sono scambiate pochissimo per cui si fatica a venderle o le si deve vendere a prezzi molto contenuti. E questo rischio è tipico di tutte le obbligazioni bancarie che sono state emesse negli ultimi anni e recentemente ancora di più. Attività prive di rischio non esistono, il rischio può essere ridotto o adeguato alle proprie esigenze, ma non azzerato. Ad esempio il rischio di mercato può essere azzerato con buoni postali, polizze, conti deposito, PCT ecc. in cambio però di maggiori costi, vincoli, minori rendimenti. Il rischio emittente è sempre presente e può essere diminuito con la diversificazione, in cambio di un maggior rischio mercato.

Per contro la finanza comportamentale si rifà a una nozione soggettiva di rischio, le cui componenti, afferenti sia a specifici tratti psicologici sia alla sfera emotiva, concorrono a disattivare i meccanismi cognitivi di percezione del rischio.

Abbiamo in precedenza visto che la finanza comportamentale trae

impulso dall'osservazione di scelte individuali che sistematicamente violano l'ipotesi di razionalità alla base della teoria classica. Gli individui, in particolare, non appaiono in grado di acquisire ed elaborare correttamente l'informazione disponibile; al contrario, in occasione delle scelte in condizioni di incertezza, tra cui anche quelle di investimento, sembrano inclini ad applicare regole approssimative (cosiddette "euristiche") che consentono di semplificare e di rendere trattabili i problemi (violazione della razionalità delle percezioni).

Alcuni tratti psicologici, inoltre, sembrano indurre gli individui a decidere sulla base di preferenze che non sono stabili e ben definite, bensì mutevoli a seconda del contesto di riferimento (violazione della razionalità delle preferenze). La violazione delle ipotesi di razionalità delle percezioni e delle preferenze conduce, tra le altre cose, a un disallineamento tra il rischio oggettivo e il rischio percepito dall'individuo.

La tolleranza al rischio varia anche a seconda del contesto di riferimento: ad esempio un individuo potrà apprezzare il rischio nell'ambito del tempo libero e rifugirlo quando compie scelte finanziarie.

I rischi soggettivi sono quindi i rischi che ci creiamo noi. Quasi sempre perché non abbiamo un'idea di dove vogliamo andare, di frequente, perché non conosciamo gli strumenti e i mercati e ci spaventiamo per quello che succede, vendendo magari in perdita quando sapendo aspettare quella perdita l'avremmo evitata. E tutto questo spesso dipende dalla competenza (o incompetenza) finanziaria personale.

La tolleranza al rischio è, in effetti, principalmente un fatto personale, ed è anche un atteggiamento molto variabile. In certi momenti il rischio non lo percepiamo, in altri diventa un grosso peso, e cambia secondo le destinazioni del nostro patrimonio. Sulle cose a cui teniamo di più, su quelle indispensabili, non vogliamo rischiare, mentre su quelle più frivole siamo disposti a rischiare maggiormente. Ma di solito le persone non hanno idea della propria propensione al rischio

perché, come vedremo più avanti, essa viene misurata male o perché non viene misurata proprio.

Secondo quanto riportato da Hermann Kofler, consulente indipendente fee only, in un suo articolo del 14 marzo 2012 *«Il concetto di “profilo di rischio” del risparmiatore può essere visto da vari punti di vista. In concreto bisogna distinguere fra:*

1. *rischio necessario;*
2. *capacità al rischio;*
3. *tolleranza al rischio.*

*Per poter raggiungere gli obiettivi finanziari che sono stati determinati dal risparmiatore, le attività finanziarie e gli eventuali continui flussi finanziari devono dare un certo rendimento, per arrivare al capitale finale definito. Se il rendimento del portafoglio deve essere elevato per poter raggiungere gli obiettivi posti, allora anche il rischio necessario dovrà essere elevato. Questo non ha niente da fare con la tolleranza al rischio del singolo investitore. In altre parole: se il cliente ha risorse limitate, ma obiettivi finanziari di importi elevati, soltanto un buon rendimento del portafoglio gli potrà permettere il raggiungimento degli obiettivi posti. Ma non è detto che aumentando il rischio si abbia necessariamente anche più rendimento. Inoltre bisogna valutare se il risparmiatore è anche in grado di sopportare e tollerare questo rischio.*

*La capacità al rischio invece è la capacità di un risparmiatore di poter correre dei rischi. Se le risorse finanziarie del risparmiatore sono notevolmente superiori agli importi futuri necessari per il raggiungimento degli obiettivi posti, allora la capacità al rischio è elevata. Infatti potrebbe darsi che un risparmiatore riesca a raggiungere i suoi obiettivi nonostante una perdita del 30% del patrimonio. Se invece il patrimonio del risparmiatore è molto contenuto e gli permette molto difficilmente il raggiungimento degli obiettivi posti, allora la capacità di rischio è li-*

*mitata, perché già un rendimento reale al netto dell'inflazione negativo per alcuni anni porterebbe a un totale deragliamenti del suo piano finanziario.*

*Infine la tolleranza al rischio è come un individuo percepisce psicologicamente il rischio del portafoglio/patrimonio. C'è chi dorme bene, anche se il suo portafoglio ha perso il 40% in un mese (rischio volatilità), mentre esiste al contrario anche il risparmiatore che non ha subito delle perdite ma ha notti insonni perché pensa che i suoi soldi sul conto corrente bancario potrebbero non essere più sicuri (rischio solvibilità). Quindi bisogna chiarire bene che cosa si intende come rischio. Il rischio è la volatilità di uno strumento finanziario o il mancato pagamento ossia la perdita di valore dell'importo investito in un momento futuro? Si capisce che attualmente anche un titolo di stato tedesco decennale in euro potrebbe essere rischioso nel medio termine (volatilità), ma contemporaneamente sicuro da qui a dieci anni (solvibilità).»*

Il “rischio necessario” è indipendente dalla capacità personale di sopportare la volatilità del proprio portafoglio ma dipende esclusivamente dalle risorse disponibili e dagli obiettivi che si vogliono raggiungere. In questo caso non ci sono alternative: o si corrono rischi elevati o gli obiettivi non si raggiungono.

Anche la “capacità di rischio” è principalmente influenzata alla disponibilità di risorse. Se le risorse, in termini relativi, sono elevate è elevata anche la capacità di rischio. Rischio necessario e capacità di rischio sono determinate da criteri oggettivi.

La “tolleranza al rischio” invece è più una questione personale e quindi generale (non tutti hanno disponibilità elevate, ma tutti hanno un proprio atteggiamento verso il rischio): si possono trovare investitori con patrimoni elevati poco propensi al rischio o, viceversa, risparmiatori con poche risorse ma disposti a rischiare molto.

Se, quindi, come abbiamo visto, la propensione al rischio dipende da molti fattori, quali il tipo di obiettivo e la loro importanza, e nello stesso individuo in ogni momento sono presenti atteggiamenti diversi verso il rischio, la tolleranza al rischio che ha senso conoscere è quella legata ai singoli obiettivi, e non una teorica propensione media per l'individuo. Quest'ultima finisce per essere una pura costruzione matematica, che praticamente non indica nulla di reale e di utilizzabile, inutile per costruire un portafoglio adeguato.

Ma il problema della definizione del profilo di rischio viene affrontato dagli intermediari proprio in quest'ultima maniera.

Gli intermediari hanno l'obbligo di sottoporre l'investitore ad una profilatura per individuarne le caratteristiche, in particolare la propensione al rischio. Di solito l'esito del questionario è un numero e a seconda dell'intervallo in cui tale numero ricade l'investitore viene definito come più o meno propenso a rischiare. Gli intervalli numerici definiscono la categoria di appartenenza di un risparmiatore e spesso sono definiti come: "conservativo", "moderato", "dinamico", "attivo". È veramente comprensibile al cliente la distinzione tra le varie categorie? A che cosa gli serve sapere che appartiene all'una piuttosto che all'altra nel corso della durata dell'investimento? È possibile che la divisione in categorie di rischio identifichi precisamente la propensione al rischio personale di ognuno?

Mancando una definizione quantitativa del rischio risulta difficile a chiunque stabilire che cosa significhi realmente "conservativo" o "moderato" o "equilibrato" o "aggressivo".

*«Tale obbligo (di profilare l'investitore, ndr.) è attualmente regolato dalla MiFID (Markets in Financial Instruments Directive). Entrata in vigore dal primo Novembre 2007 in sostituzione della Direttiva n. 93/22/CEE, riguardo i "Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari" (Investment Services Directive), la MiFID è stata ritenuta necessaria in*

*una situazione di forte evoluzione del mercato finanziario europeo, in un periodo di crescita che ha visto aumentare il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e la gamma di servizi e strumenti messi a loro disposizione. [...]*

*Ora, quella che era nata come una disciplina volta a garantire una maggiore tutela del consumatore finale, si trasforma, il più delle volte, in un intricato labirinto nel quale il cliente viene guidato in maniera più o meno “forzata” verso l’uscita. Il questionario di profilatura MiFID ha aumentato il formalismo portando ad una netta catalogazione dei risparmiatori, identificati con profili di rischio differenti in base alla loro conoscenza ed esperienza dei diversi servizi e prodotti finanziari.*

*La rigidità della catalogazione è così forte che, se per caso un risparmiatore opta per un prodotto non in linea con il suo profilo di rischio, la procedura informatica rifiuta il processo e l’operazione non può concludersi. Ma al di là della positività dello strumento si celano dei rischi: spesso, infatti, il questionario non porta ad una corretta identificazione del profilo di rischio del cliente anche perché gli intermediari finanziari tendono a creare dei profili medi ai quali si possano accostare prodotti differenti, in base alle specifiche esigenze del momento.*

*Ancora, molte volte si ricorre alla creazione di profili forzati, cioè si fa il contrario di quello che una giusta interpretazione della MiFID vorrebbe; l’intermediario stabilisce in anticipo il prodotto da far sottoscrivere e, in base all’obiettivo, guida la compilazione del questionario del cliente. Capita quindi che al signor X venga propinata un’obbligazione, conseguente ad una dichiarata esperienza e conoscenza del titolo, quando invece l’obiettivo era la sottoscrizione di Bot.*

*Molte banche si sono nascoste dietro una perfetta modulistica che, se sottoscritta dal cliente, lascia a quest’ultimo poche armi per difendersi da prodotti e servizi poco conosciuti. Molto probabilmente servirebbe un maggiore controllo dei questionari da parte della Consob, delle ispezioni*

*che garantirebbero una maggiore attenzione sul fenomeno e che ridurrebbero molti contenziosi futuri.»* Luca Gianella in Manageronline

Ed infatti un recente studio, che ha preso in esame venti questionari tra quelli proposti dagli operatori finanziari alla clientela, intitolato “La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario” di due economiste della Consob (Linciano, Soccorso) afferma: *«La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori da parte degli intermediari è un tema cruciale sia per i regolatori sia per l'industria dei servizi di investimento. Il legislatore della MiFID, infatti, indica le preferenze verso il rischio e il profilo di rischio del cliente tra le informazioni che gli intermediari sono tenuti ad acquisire per formulare raccomandazioni adeguate quando effettuano consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio. Anche per gli intermediari la corretta misurazione della tolleranza al rischio dovrebbe essere un obiettivo cui tendere, per le opportunità che possono derivarne in termini di maggiore efficienza e maggiore competitività. Identificare in maniera più accurata possibile l'attitudine al rischio del cliente, in modo da consigliare le scelte a lui più adeguate, consente infatti di costruire relazioni solide e di contenere possibili cali di fiducia che si acquiscono soprattutto nelle fasi congiunturali negative, quale quella attuale.*

*Lo strumento utilizzato dagli intermediari per la rilevazione dell'attitudine al rischio è, come noto, il questionario che raccoglie anche ulteriori informazioni su caratteristiche socio-demografiche dei clienti, situazione finanziaria, obiettivi e orizzonte temporale di investimento, etc.. L'evidenza sull'efficacia del questionario mostra profili di criticità anche in contesti, come quello anglossassone, nei quali l'attività di financial advising vanta una tradizione consolidata. In particolare questionari diversi somministrati agli stessi individui forniscono misurazioni della tolleranza al rischio discordanti nella maggior parte dei casi; l'assunzione di rischio effettiva che emerge dalle scelte di portafoglio (risk taking behaviour) non sempre riflette la tolleranza al rischio così come misura-*

*ta attraverso il questionario. Sebbene il primo profilo possa, sotto certe condizioni di cui si dirà meglio nel seguito, risultare compatibile con il rispetto del principio di adeguatezza, la divergenza tra atteggiamento al rischio desumibile dai comportamenti e atteggiamento al rischio rilevato dall'intermediario lascia supporre che i margini di intervento per migliorare gli strumenti di rilevazione siano ampi».*

Da tale studio arrivano suggerimenti agli intermediari a non utilizzare i questionari per la rilevazione del rischio sottoposti ai risparmiatori come una semplice liberatoria rispetto ad eventuali azioni legali degli investitori e a non limitare l'attenzione alle variabili economiche del rischio (rischio oggettivo), ma di tener conto anche di quelle emotive studiate dalla finanza comportamentale e dalla letteratura psicologica.

L'analisi dei questionari così si conclude: *«Solo due sui venti questionari analizzati possono considerarsi sufficientemente chiari, efficaci e validi poiché utilizzano domande precise e identificano univocamente la grandezza da misurare; i restanti rilevano indistintamente attitudine al rischio, capacità di rischio, tolleranza al rischio e obiettivi d'investimento e sono carenti sul piano lessicale quanto a comprensibilità».*

Anche l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*, ESMA è un'autorità europea che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione Europea garantendo l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il funzionamento ordinato dei mercati dei valori mobiliari, nonché la tutela degli investitori.) suggerisce<sup>1</sup> che: *«Le imprese di investimento dovrebbero adottare alcune misure per garantire che il cliente comprenda il concetto di rischio di investimento nonché il rapporto tra il rischio e il rendimento degli investimenti. Per consentire al cliente di comprendere il rischio di investimento, le imprese dovrebbero valutare l'utilizzo di esempi indicativi e comprensibili dei livelli di perdita che potrebbero sorgere a seconda del livello di rischio assunto,*

---

1) ESMA, Orientamenti, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID, giugno 2012

*oltre a valutare la risposta del cliente a tali scenari. Il cliente dovrebbe essere informato del fatto che lo scopo di tali esempi, e la sua risposta a essi, è quello di contribuire a determinare l'atteggiamento del cliente nei confronti del rischio (il profilo di rischio) e, di conseguenza, i tipi di strumenti finanziari (e i rischi connessi) adeguati.*

*Nel fornire accesso a strumenti finanziari complessi o rischiosi, ad esempio, le imprese di investimento dovrebbero valutare attentamente la necessità di raccogliere informazioni più approfondite sul cliente rispetto alle informazioni che raccoglierebbero in caso di strumenti meno complessi o rischiosi. In tal modo, le imprese possono valutare la capacità del cliente di comprendere e sostenere finanziariamente i rischi connessi a tali strumenti.*

*In ogni caso, per garantire che i clienti comprendano il rischio di investimento e le perdite potenziali che possono sostenere, l'impresa dovrebbe, per quanto possibile, presentare tali rischi in modo chiaro e comprensibile, eventualmente utilizzando esempi illustrativi della portata delle perdite nel caso di un investimento non redditizio. La capacità del cliente di accettare le perdite può essere sostenuta dalla valutazione della capacità di assorbimento delle perdite del cliente.»*

La comprensione della propria propensione al rischio è materia complessa e nella sua individuazione il risparmiatore solitamente non è aiutato dagli intermediari, più impegnati su altre questioni, né da consolidate supposizioni, evidenziate da chi gestisce i rapporti con la clientela, quale quella che vi sia una relazione positiva tra rischio e lungo termine.

Spesso, se non sempre, si ritiene che la propensione al rischio sia in relazione diretta con l'orizzonte temporale, cioè, che più lontani sono gli obiettivi più un individuo sia disposto a rischiare.

Molti piani pensionistici sono costruiti in questa maniera: progressivamente e in maniera automatica la componente azionaria del portafoglio viene diminuita all'avanzare dell'età dell'individuo.

Questo però presuppone che nel lungo termine gli investimenti rischiosi siano più remunerativi di quelli meno volatili e che questa relazione si debba verificare con regolarità perché se fosse vero in media, ma non sempre, qualcuno non ne trarrebbe profitto; non sarebbe piacevole trovarsi proprio nei panni di quegli individui che, non rientrando nella media, non potrebbero raggiungere i propri obiettivi, qualsiasi essi siano.

Anche in testi di pianificazione finanziaria non è raro trovare ragionamenti di questo tipo: *«L'investimento quantitativo è totalmente centrato sul fattore tempo, in quanto la performance totale è funzione del rischio di mercati efficienti, associato a un tempo ragionevole. In altri termini, il tempo rappresenta la variabile che governa l'intero processo di investimento in quanto all'aumentare dell'orizzonte temporale corrisponde l'opportunità di aumentare il grado di rischio di mercati efficienti al fine di ottenere un rendimento maggiore, proporzionale al rischio assunto.»*<sup>2</sup>

È un peccato che non sia noto quando un tempo è ragionevole e che sia stato dimostrato che le ipotesi di mercati efficienti sono inverosimili.

Spieghiamo la relazione tra rischio e lungo termine con le parole di Alessandro Pedone, riprese da un suo articolo del luglio 2008:

*«[...] Secondo i criteri professionali e coscienziosi degli operatori finanziari onesti, per determinare una "corretta" asset allocation dobbiamo determinare in primo luogo l'orizzonte temporale dell'investimento e poi il profilo di rischio. Soprassediamo sul tema del profilo di rischio che è complicatissimo e concentriamoci sull'orizzonte temporale.*

---

2) *Il planning della finanza personale*, Miglioli-Megale-Sorgi Ed. Il Sole 24 Ore luglio 2001

*Secondo l'approccio "serio, professionale ed onesto" della finanza tradizionale, maggiore è l'orizzonte temporale e maggiore dovrebbe essere la quantità di azionario da mettere in portafoglio. La prima convinzione che sta alla base di questo metodo è che, nel lungo termine le azioni rendono più delle obbligazioni. Un tempo si diceva: nel lungo termine le azioni rendono sempre più delle obbligazioni. Oggi, quelli più "seri, professionali ed onesti" usano, più prudentemente, sostituire la parola "sempre" con "solitamente".. Sempre secondo la mitologia della finanza tradizionale, non solo le azioni rendono più delle obbligazioni, ma più lungo è l'orizzonte temporale e minore è il rischio! Che bello».*

*Questa seconda convinzione deriva da un giochino matematico-statistico che costituisce una delle bufale più pericolose che pervade la finanza moderna, bufala che si può riassumere con questa equazione:*

$$\text{rischio} = \text{deviazione standard.}$$

*Quando gli «esperti» di finanza parlano di rischio, nella loro mente c'è questo concetto matematico-statistico che si chiama appunto, "deviazione-standard" o "volatilità" (nella mente dei loro clienti, più modestamente – ma anche più saggiamente – c'è il concetto di "trovarsi alla fine con meno soldi di quelli che hanno messo"). La finanza è piena zeppa di concetti e strumenti che derivano dalla deviazione standard (ad esempio il famoso "indice di Sharpe" che campeggia tutte le settimane nei giornali specializzati). Di cosa si tratta? In sostanza è nient'altro che una stima, una previsione, un'ipotesi. In finanza è tanto apprezzata perché dà un'apparenza di scientificità. Ci si può giocare matematicamente. È sufficientemente semplice da essere capita ed utilizzata anche da chi ha un minimo di competenze matematiche (ma veramente minime) e sufficientemente complessa da non far capire niente a tutti coloro (e sono la maggioranza) a cui la matematica fa venire l'orticaria solo a parlarne.*

*Ipotizzando un certo rendimento medio atteso di un investimento, la deviazione standard esprime, in soldoni, di quanto ci si può sbagliare. Se ci attendiamo un rendimento medio annuo del 5% e una deviazione standard del 10% ciò significa che il risultato, dopo un anno, dovrebbe ricadere normalmente (cioè nel 66% dei casi) tra -5% (rendimento atteso meno deviazione standard) e +15% (rendimento atteso più deviazione standard). Se vogliamo essere un po' più "certi" del 66% dei casi, dovremmo raddoppiare o triplicare la deviazione standard, abbracceremo così il 95% o il 99% dei casi. Quindi il risultato a scadenza dovrebbe ricadere fra il -25% e +35% nel 99% dei casi.*

*Adesso drizzate le orecchie perché arriva la parte "bella" di questo giochino, il colpo di teatro matematico: la deviazione standard viaggia con la radice quadrata del tempo. So che la maggior parte dei lettori a questo punto penserà: "Radice quadrata? Ecco arriva la matematica, sono fuori gioco." È su questo che fanno affidamento gli esperti di finanza. Siccome il giochino è matematico:*

*(1) è vero per definizione (la matematica non è un'opinione) e*

*(2) voi che non ci capite niente, non metteteci bocca e non provate neppure a contestare.*

*Cosa significa che la deviazione standard viaggia con la radice quadrata del tempo? Nell'esempio fatto sopra (rendimento atteso annuo 5% e deviazione standard 10%) se proiettiamo questi dati su 10 anni il rendimento atteso sarà del 50% e la deviazione standard del 31,62% (10% per la radice quadrata di 10). Quindi, con questo giochino, se su un anno il rischio (inteso come lo intendono gli "esperti", cioè la deviazione standard) è maggiore del rendimento, su 10 anni, il rischio (sempre come lo intendono loro) è minore del rendimento atteso: ergo, conviene!*

*Non ci avete capito ancora niente? Non importa, tanto si tratta di una mera bufala! La cosa drammatica è che sulla base di questa sciocchezza*

*apparentemente scientifica la maggior parte delle persone serie che lavorano in finanza danno consigli strampalati ai propri clienti.*

*Si pensi ad un serio e professionale promotore finanziario (lo so cosa state pensando! Ci sono i promotori finanziari seri, e come se ci sono) che nel 2000 si trovava a consigliare un investimento con un orizzonte temporale di 10 anni. Siccome era un promotore finanziario serio ed onesto, ha evitato di vendere i fondi high-tech che allora andavano tanto di moda, ha evitato di inzeppare il cliente di polizze, strutturati ed altre porcherie. Siccome era un promotore finanziario serio ha voluto fare una vera analisi delle esigenze del cliente. Ha cercato di capire realmente gli obiettivi d'investimento ed insieme al cliente hanno deciso di investire questi soldi nel "lungo termine".*

*Nel lungo termine, si sa (?!?), le azioni rendono sempre (anzi no, questo promotore era serio, quindi mi correggo: solitamente) più dell'obbligazionario. Quindi questo promotore suggeriva, seriamente, professionalmente ed onestamente di fare una bella asset allocation con "più azionario". Sappiamo che nel 2000 scoppiò la bolla di internet ed i mercati azionari iniziarono una pesante discesa. Ma siccome l'orizzonte temporale dei nostri eroi era di lungo termine, non si preoccuparono troppo. Il nostro promotore finanziario è una persona seria e sa che molto spesso il così detto "market-timing" è solo una buona scusa per spillare commissioni ai clienti. Sa che i mercati finanziari sono, sostanzialmente imprevedibili e che secondo tutti gli studi universitari è la "corretta" scelta dell'asset allocation a determinare il risultato finale, non i movimenti di portafoglio (che anzi possono essere molto rischiosi). Quindi? Tenere duro!*

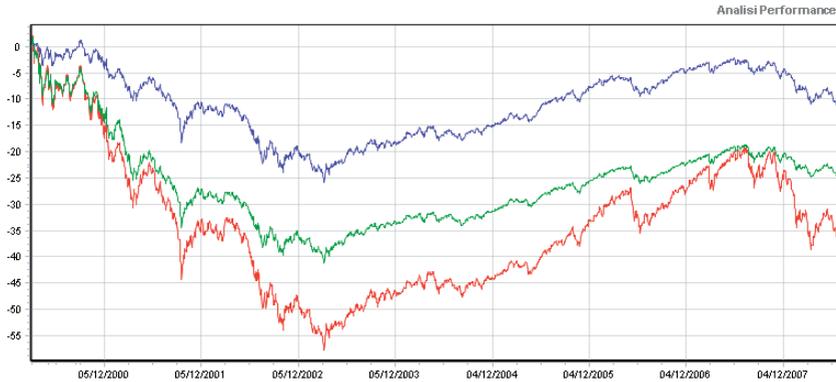
*Passano gli anni, ed i mercati finanziari si assestano e poi iniziano una bella fase di crescita fino al maggio del 2007. Poi arriva la crisi dei subprime e la storia diventa cronaca recente.*

*L'orizzonte temporale dei nostri eroi, adesso è di meno di 2 anni.*

*Si può iniziare a trarre qualche considerazione?*

*Il grafico seguente mostra l'andamento della media dei fondi comuni azionari, bilanciati e flessibili dal marzo del 2000 ad oggi.*

Grafico 1



*Dopo più di 8 anni, la media dei fondi bilanciati (blu) sta perdendo oltre il 12%. La media dei fondi flessibili (quelli cioè che dovrebbero fare market-timing: uscire quando si prevede tempesta, entrare quando si prevedono tempi buoni...) perde oltre il 25% e la media dei fondi azionari (rossi) perde quasi il 40%. [...]*

### ***Il rischio e la gestione del rischio nei mercati azionari***

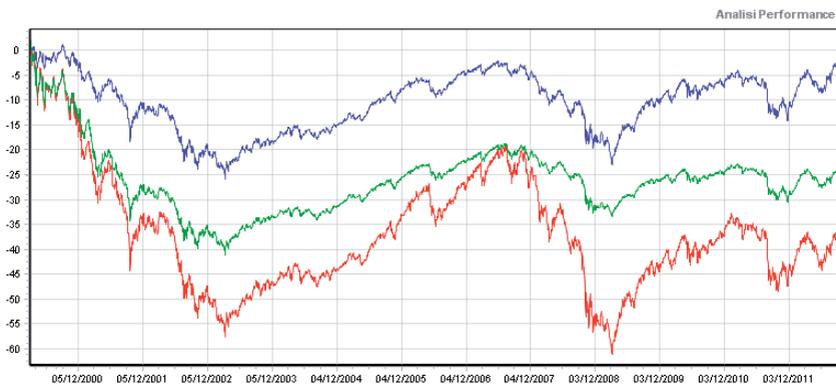
*«Il caso del 2000 è solo un esempio recente che dimostra inequivocabilmente che i mercati azionari sono molto, ma MOLTO, più rischiosi di quanto la finanza tradizionale consideri nei propri modelli matematici. Tecnicamente dovremmo dire che la distribuzione delle variazioni dei rendimenti nei mercati finanziari non è “normale” o gaussiana, in questa sede – per farci capire più chiaramente dai nostri lettori – preferiamo dire semplicemente che la storia del lungo termine e dell’orizzonte temporale è una bufala! [...]*

*Un investitore non può rischiare che un investimento progettato per il lungo termine sia "sbagliato" perché nella sua vita, un investimento fatto nel lungo termine può farlo una volta sola. Poco importa se mediamente le azioni rendono più delle obbligazioni se lui è stato dalla parte sbagliata della media. È la storia dei polli di Trilussa con il quale ho scelto di aprire l'articolo. Ti possono dire anche che mediamente il pollo ti tocca, ma alla fine se tu sei a digiuno, non sei molto consolato dal fatto che al prossimo giro potrebbero toccartene due, anche perché se l'investimento era veramente di lungo termine... il prossimo giro non c'è.*

*Chi sceglie di investire in azioni, quindi, deve accettare il rischio di perdere e deve poterselo permettere!»*

Qualcuno può credere che col passare degli anni la situazione sia migliorata ma il grafico seguente che comprende il periodo tra marzo 2010 e agosto 2012 annega le speranze:

Grafico 2



Dopo altri 4 anni le cose vanno leggermente meglio solo per i fondi bilanciati (da -12% a -2%) non per i fondi azionari (da -40% a -37%) ne per i fondi flessibili (da -25% a -23%) rimasti praticamente agli stessi livelli.

Bisogna tener presente che una perdita del 50% può essere solo recuperata con un guadagno del 100%, e se i crolli sono bruschi le risalite sono lente e lunghi anni devono passare per vedere, forse, ricostituito il proprio capitale.

Siamo allora certi che la propensione al rischio sia in funzione del lungo termine? Se un investitore vede il proprio patrimonio destinato ad un obiettivo primario a medio-lungo termine, quale la propria pensione, diminuire in un anno del 40% pensiamo si preoccuperà meno rispetto alla stessa perdita ottenuta sul capitale destinato all'acquisto di un bene non necessario dopo due anni?

Allora che cosa fare per definire la personale propensione al rischio?

Secondo Ida Pagnotella di CFI Advisors:

*«Chi vuole dedicare tempo ed energie dovrebbe adottare accorgimenti per trovare la propria vera propensione al rischio e non farsi fuorviare dall'emotività cambiando stile di investimento ogni 6 mesi in funzione della congiuntura economica!*

*Ma come scoprire il proprio profilo di rischio vero, il proprio stile di investimento autentico?*

*Soprattutto, secondo chi scrive, conviene investire sulla propria "educazione finanziaria", frequentando corsi o leggendo testi che possano far comprendere bene i pro e contro di ogni strumento finanziario, in modo da poter scegliere autonomamente e liberamente. È importante conoscere e studiare i dati storici dei rendimenti. Meglio non seguire troppe notizie finanziarie, minuto per minuto: tende a creare stress e non permette di semplificare la realtà, porta all'indecisione. Studiare i dati storici dell'inflazione, del mercato monetario, del mercato obbligazionario, dei tassi di cambio e dei mercati azionari e immobiliari aiuta a capire e gestire le informazioni che arrivano, a non subirle. Importante anche è*

*usare fonti indipendenti sia per la propria educazione finanziaria sia per le notizie che l'investitore sceglie di seguire».*

La propensione al rischio è legata anche all'informazione. Informarsi è importante, informarsi da fonti indipendenti ancora di più, ma non sufficiente, si deve fare un passo ulteriore.

Per individuare la propria propensione al rischio, *definita in un determinato momento per un certo patrimonio destinato ad un preciso obiettivo*, è necessario prima di tutto porsi delle domande, non quelle quattro che si trovano solitamente nei questionari di profilatura degli intermediari che si limitano a chiedere quali strumenti finanziari conosciamo o abbiamo in passato acquistato, qual è la fonte e soprattutto l'ammontare del nostro reddito, qual è la finalità e l'orizzonte temporale dell'investimento e a cui si risponde contrassegnando con una crocetta l'apposito spazio. Oltre agli obiettivi del risparmio le domande che dobbiamo porci sono piuttosto: tali obiettivi possono essere anticipati o posticipati nel tempo? Quali conseguenze possono derivare dal non rispettare certe scadenze? Quale sarà il mio atteggiamento rispetto a rendimenti superiori/inferiori a quelli normalmente attesi? Qual'è la perdita massima annua (in termini percentuali o in valore assoluto) che posso permettermi senza che ciò influenzi la mia vita o il mio umore? Nel caso si concretizzi in poco tempo la perdita massima ipotizzata quale potrebbe essere il mio stato d'animo? E così via.

Dare una risposta razionale e sufficientemente corretta a tali domande è più difficile di quanto si possa pensare perché presuppone la capacità di immedesimarsi in situazioni che spesso non si sono vissute o che avranno comunque degli aspetti diversi da quelle passate.

Numerose ricerche relative alla psicologia del risparmiatore hanno evidenziato chiaramente come la maggior parte degli investitori *tenda ad evitare il rischio per realizzare guadagni, mentre può invece assumerlo per evitare perdite!* La perdita sofferta sul capitale inizialmente

investito sembra essere, nella percezione del risparmiatore, la faccia del rischio “peggiore”. Nel peggiore dei casi che cosa potrà succedere al mio patrimonio? Questa è la domanda a cui i risparmiatori sembrano dimostrare maggior sensibilità.

La tolleranza al rischio è una grandezza composita; il processo mentale che regola la valutazione della rischiosità non è basato sull’ipotesi “probabile in media”, o “più probabile”, bensì sull’impatto che l’evento maggiormente negativo può avere sul capitale di riferimento. Si rende pertanto necessaria la considerazione di una tolleranza al rischio più “prossima”, rispetto a quella calcolata con i questionari bancari, alla percezione cognitiva degli individui, i quali associano il rischio al concetto di “perdita massima”.

Il risparmiatore, inoltre, intende “naturalmente” il rischio di perdita in “*maniera continua*”, istante per istante, e non alla fine di un dato tempo, per quanto breve possa essere.

Considerare la perdita massima potenziale in un determinato periodo (ad esempio, in un anno) può portare al disastro economico, pur nel rispetto dei limiti di perdita che ci si è posti. Perdere infatti il 10% all’anno, tutti gli anni, non è evento desiderabile da nessuno. È quindi necessario considerare quale misura della tolleranza al rischio la perdita *massima del capitale che si potrebbe sopportare in qualsiasi momento del tempo dell’investimento*.

Essere *consapevoli della perdita potenziale massima di investimento* consente inoltre al risparmiatore di *resistere al panico* in caso di crollo dei mercati e di *evitare di abbandonare l’investimento* nel momento peggiore e dunque realizzare forti perdite.

Affinché l’investimento porti buoni risultati è necessario quindi che il risparmiatore faccia la fatica di identificare con la maggior precisione

possibile la propria propensione al rischio in termini di perdita massima o perdita non desiderata, da non raggiungere in qualsiasi caso, nel corso dell'investimento, indipendentemente dalla sua durata. È questa la scelta che faremo e sulla quale ci si baserà nel resto del libro. L'esperienza insegna che la gran parte degli obiettivi sono raggiungibili mantenendo i rischi sotto controllo: ecco perché l'attività del risparmiatore avveduto dev'essere prevalentemente un lavoro di comprensione del fatto che controllando il rischio (e la propria propensione ad esso) non solo non si stanno perdendo occasioni ma si stanno semplicemente raggiungendo con buona probabilità i propri obiettivi.

### **Come creare l'asset allocation in base alla propria propensione al rischio**

Nell'ipotesi che l'obiettivo da raggiungere sia inderogabile, per creare la propria asset allocation, come visto nel capitolo precedente, è naturalmente necessario conoscere i dati oggettivi, quali patrimonio disponibile, reddito, capitale necessario per la soddisfazione dell'esigenza, data in cui tale esigenza dovrà essere soddisfatta ecc.

Individuata una determinata esigenza sarà necessario verificare se le risorse disponibili e i risparmi futuri permetteranno il raggiungimento dell'obiettivo. Se la risposta è positiva si potrà predisporre un'asset allocation che minimizzi il rischio e si potrà investire l'eventuale patrimonio in eccesso in attività più rischiose compatibilmente con la propria tolleranza al rischio. Se la risposta è negativa l'obiettivo potrà essere raggiunto solo assumendosi dei rischi necessari che dovranno quindi essere quantificati. Il rischio necessario dovrà essere compatibile con la tolleranza al rischio personale, l'alternativa sarà solamente rinunciare all'obiettivo o porsi degli obiettivi più limitati.

Come misura della tolleranza al rischio, per le motivazioni viste in precedenza, si assumerà la perdita massima sopportabile.

Sarà inoltre necessario stimare il rendimento dell'attività rischiosa. Non essendovi teorie ottimali per procedere a tale stima, potrà essere conveniente fare un'ipotesi ragionevole di rendimento (ad esempio, 3 punti in più del rendimento obbligazionario). Vedremo nella parte del libro dedicata all'asset allocation se questa ipotesi è più o meno ottimistica.

Per predisporre l'asset allocation iniziale suddivisa tra strumenti a basso rischio e strumenti volatili è necessario l'ultimo sforzo di stimare la massima perdita ottenibile dal mercato azionario. Tale misura di rischio "comportamentale" è rappresentata dalla stima del massimo drawdown. Il massimo drawdown si calcola effettuando un'analisi sulla serie storica dei dati, misurando la profondità in termini percentuali del deprezzamento di un asset, con riferimento al precedente punto di massimo.

Ricordiamo che, secondo la finanza comportamentale, gli individui valutano i risultati delle operazioni finanziarie in base ad un punto di riferimento e, di conseguenza, cercano di evitare le perdite proprio da tale punto. Una volta stimata la massima perdita potenziale della componente rischiosa del portafoglio, sarà possibile calcolare la percentuale massima di asset azionario da inserire in portafoglio compatibile con la propensione al rischio desiderata.

Un esempio servirà a comprendere meglio.

Supponiamo che per una nostra esigenza ci servano 100.000 euro tra due anni, avendone ora a disposizione solo 98.000. Se il tasso privo di rischio (ipotetico) è del 2% annuo impiegando tutto il nostro patrimonio al tasso privo di rischio si otterranno a scadenza 101.959 euro (infatti  $98.000 * 1,02 * 1,02 = 101.959$ ). Se siamo disposti ad affrontare un po' di rischio potremo investire parte del nostro portafoglio nel mercato azionario. Nell'ipotesi di una perdita massima del 60% in un biennio della componente rischiosa l'obiettivo sarà comunque raggiunto

impiegando 94.941 euro al tasso privo di rischio e la rimanenza (3.059 euro) in attività rischiose. Infatti  $94.941 \cdot 1,02 \cdot 1,02 + 3.059 \cdot (1-60\%) = 100.000$

Se l'obiettivo fosse decennale (ipotizzando sempre un tasso privo di rischio del 2% annuo e una perdita massima in dieci anni dal mercato azionario ancora del 60%) sarà possibile il suo raggiungimento investendo al 2% 74.147 euro (infatti  $74.147 \cdot (1,02^{10}) + 23.853 \cdot (1-60\%) = 100.000$ ). In questo caso se la perdita del 60% nel mercato azionario avvenisse nel corso del primo anno ci sottoporremmo ad una perdita, anche se provvisoria, di 12.829 euro, pari a più del 13% del capitale investito.

Come abbiamo visto, la propensione al rischio, in particolare quella soggettiva, non è proporzionale all'orizzonte temporale e se essa non è così elevata, pur essendo relativamente certi della soddisfazione delle nostre esigenze, non vivremo bene un tal risultato. È necessario allora introdurre quale ulteriore vincolo al nostro portafoglio la perdita massima sopportabile. Se questa fosse del 2% l'asset allocation iniziale potrebbe essere composta per 91.677 euro da attività non rischiose e 6.323 euro da strumenti azionari. In tal modo, trascorso il primo anno, anche nella peggiore delle ipotesi sapremo che gli obiettivi potranno essere raggiunti e otterremo il capitale minimo desiderato di 96.040 euro (2% in meno del patrimonio iniziale) che ci farà comunque dormire sonni tranquilli.

Se, al contrario, la disponibilità di risparmio fosse di 95.000 euro, insufficiente alla soddisfazione delle esigenze dopo due anni al tasso privo di rischio, per creare un'asset allocation adeguata al raggiungimento dell'obiettivo si dovrà ipotizzare il rendimento ottenibile dal mercato azionario. Se si ipotizza un rendimento del 5%, la componente priva di rischio del portafoglio dovrà essere pari a 76.288 euro e quella volatile a 18.712 euro (infatti,  $76.288 \cdot 1,02 \cdot 1,02 + 18.712 \cdot 1,05 \cdot 1,05 = 100.000$ ). In questo caso la propensione al rischio, cioè la perdita massima sop-

portabile, dell'investitore dovrà essere almeno pari al rischio necessario del 10%, in quanto se si verificasse l'ipotesi di una perdita del 60% dal mercato azionario dopo un anno ci si troverebbe con 85.299 euro ( $76.288 * 1,02 + 18.712 * (1 - 60\%) = 85.299$ ), circa il 10% in meno del patrimonio iniziale. In questo caso se la propensione al rischio è superiore al rischio necessario si procederà all'investimento, nel caso opposto si dovrà rinunciare all'obiettivo o porsene uno più limitato.

Abbiamo visto in questo modo le modalità per la costruzione di un'asset allocation per il raggiungimento di un determinato obiettivo coerente con la propria propensione al rischio.

Un'ultima osservazione è però necessaria.

Ci ripetono che il futuro è prevedibile e i rischi controllabili, ma il mondo in cui viviamo non fa che dimostrare il contrario. Se arrivasse il "cigno nero", l'evento inaspettato, l'imprevisto, e anche la peggiore ipotesi fosse superata dovremo essere pronti a trasferire quanto rimasto nell'azionario nell'attività non rischiosa ed aspettare che si ricostituisca il patrimonio minimo necessario per poter riprendere l'investimento in azioni. Se periodicamente, ad esempio ogni anno, si rivedrà la tolleranza al rischio e, in base al capitale maturato, si aggiornerà la composizione del portafoglio saremo relativamente certi di raggiungere l'obiettivo sospirato e di aver rispettato la personale propensione al rischio.



## CAPITOLO 2

*Elementi esogeni all'investitore  
(difesa dagli intermediari  
e dai mercati)*

## Intermediari e conflitti di interesse

*«The information you have is not the information you want. The information you want is not the information you need. The information you need is not the information you can obtain. The information you can obtain costs more than you want to pay.»*

Peter Bernstein, *Against the Gods*.

*«Nella distribuzione di prodotti finanziari e nella prestazione di servizi d'investimento i conflitti d'interesse e le asimmetrie informative appaiono enfatizzati dal ruolo predominante delle banche. In tutte le principali crisi è emersa una sistematica sottovalutazione dei rischi e degli interessi degli investitori, a fronte di un crescente contributo positivo dato ai bilanci da servizi diversi dalla tradizionale attività creditizia. Dalla capacità di dare un'efficace risposta a questi problemi cui ciascuno deve concorrere deriva la ricostruzione di un adeguato, necessario livello di fiducia nei risparmiatori italiani e internazionali».*

*«Le principali aree di debolezza nella tutela dei risparmiatori emerse nei casi di crisi riguardano: l'affidabilità dell'informazione societaria e dei meccanismi di controllo interni ed esterni degli emittenti; la correttezza del comportamento degli intermediari nella prestazione dei servizi d'investimento e in particolare nella vendita di strumenti finanziari con maggiori profili di rischio».*

Queste parole non provengono da un'associazione di consumatori che sta conducendo una class action contro il sistema di intermediazione finanziaria ma si trovano nella relazione del 2004 della Consob, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa,<sup>1</sup> organo amministrativo

---

1) L'attività della Consob ha come obiettivi la tutela degli investitori e l'efficienza, la trasparenza e lo sviluppo del mercato mobiliare. Le funzioni della Consob, estese a tutti gli aspetti rilevanti per l'efficiente tutela del risparmio, riguardano i prodotti oggetto degli investimenti e i relativi emittenti, gli intermediari dei quali i risparmiatori

le cui funzioni riguardano il controllo sui prodotti finanziari, sugli intermediari e sui mercati.

Dalle parole della Consob è evidente che il sistema di intermediazione finanziaria in Italia (ma anche all'estero) è viziato all'origine da due peccati: conflitto d'interessi e asimmetria informativa.

È la contemporanea presenza di interessi contrastanti e asimmetria informativa a rendere problematici i rapporti con gli intermediari finanziari.

*«L'assetto e i modelli di business dell'industria dell'intermediazione mobiliare, fortemente orientati alla "vendita del prodotto" più che alla "fornitura di un servizio", rendono più complessa l'adesione sostanziale al principio di servire al meglio gli interessi dei clienti e amplificano i conflitti di interessi di cui gli operatori bancari, spesso anche emittenti, sono portatori. Questo assetto dell'industria è alla base della scarsa diffusione e del basso livello qualitativo dei servizi di consulenza agli investitori retail, che a loro volta creano condizioni di contesto che accrescono il rischio di comportamenti non conformi o di adesione meramente formalistica alla MiFID» Consob, Piano strategico 2010 - 2021.*

*«Negli ultimi 10 anni le trasformazioni del sistema finanziario nazionale e internazionale e la pressione della concorrenza hanno stimolato in modo crescente le banche e gli altri intermediari italiani verso strategie di crescita accelerata dei ricavi, in gran parte realizzata tramite l'au-*

---

si avvalgono per effettuare tali investimenti e i mercati nei quali essi vengono realizzati. Il controllo sui prodotti finanziari (azioni, obbligazioni, titoli di stato, quote di fondi comuni di investimento ecc.) si realizza assicurando ai risparmiatori tutte le informazioni necessarie per effettuare e gestire i propri investimenti in modo consapevole (controllo di trasparenza). Il controllo sugli intermediari si realizza con l'emanazione di norme dirette a proteggere l'investitore da comportamenti scorretti che possano danneggiarlo (controllo di correttezza). Il controllo sui mercati si realizza assicurando: la massima efficienza delle contrattazioni, per consentire all'investitore di negoziare agevolmente i prodotti finanziari; la qualità dei prezzi, che devono riflettere le effettive componenti del mercato; l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi.

*mento della componente da servizi. L'esigenza di valorizzare al massimo la risorsa costituita dal placement power delle reti di contatto con la clientela ha spinto gli intermediari a definire per esse ambiziosi obiettivi di ritorno economico e a formulare budget che hanno vincolato fortemente la loro azione. Ne è stato esaltato il ruolo di canale di vendita "pura"; si sono venduti in modo massiccio prodotti finanziari (alla stregua di commodities), sviluppando poco la componente "servizio" per la clientela. Il contenuto di consulenza e di assistenza alle scelte di allocazione della ricchezza degli investitori è risultato limitato.»*

"Rapporto sul risparmio" gestito Banca d'Italia luglio 2008

Sono, quindi, le caratteristiche strutturali del comparto dell'intermediazione mobiliare e il sistema di remunerazione dei consulenti che concorrono, in buona parte, a determinare un disallineamento tra gli obiettivi del consulente e gli interessi del cliente.

Ma che cosa sono questi due concetti, conflitto d'interessi e asimmetria informativa?

Secondo il CESR (*Committee of European Securities Regulators*, sorta di Consob europea) i conflitti di interesse in capo agli intermediari sono principalmente tre:

- interesse a perseguire un profitto o evitare una perdita a danno dei clienti;
- interesse a favorire uno o più clienti a danno di altri clienti;
- interesse dell'intermediario a favorire i propri interessi rispetto a quelli dei clienti (a maggior ragione quando l'intermediario riceva incentivi per fornire una consulenza parziale ovvero riceva compensi in base al volume delle operazioni concluse con i clienti).

Per definire l'asimmetria informativa ci sembra adeguato quanto riportato in Wikipedia:

*«L'**asimmetria informativa** è una condizione in cui un'informazione non è condivisa integralmente fra gli individui facenti parte del processo economico, dunque una parte degli agenti interessati ha maggiori informazioni rispetto al resto dei partecipanti e può trarre un vantaggio da questa configurazione.*

*Il concetto viene usato e studiato in economia, dove si suppone la presenza di asimmetrie informative per spiegare i differenti comportamenti dei soggetti economici.*

*La presenza di asimmetrie informative spiega per esempio perché i risparmiatori preferiscono ricorrere ai servizi di investimento offerti dalle banche benché siano costosi. Rispetto ai risparmiatori, le banche possiedono infatti informazioni migliori su un maggior numero di possibili investimenti. La minore conoscenza da parte del risparmiatore lo induce quindi a ricorrere a un operatore specializzato nella raccolta e nell'elaborazione delle informazioni circa i possibili modi di investire il denaro.*

*Il vantaggio informativo condiziona la definizione delle caratteristiche del contratto ottimale tra il **principale** (colui che propone il contratto) e l'**agente** (colui che può accettare o rifiutare). Se le parti avessero interessi comuni, tutte le informazioni rilevanti verrebbero immediatamente scambiate e ogni asimmetria informativa cesserebbe di esistere. Quando una delle parti contrattuali possiede maggiori o migliori informazioni sulla disponibilità a pagare dell'avversario, questa asimmetria si riflette sulla capacità di influenzare a proprio favore il prezzo. **Potere informativo** è quindi sinonimo di potere contrattuale ed economico.»*

*In generale: «gli errori del risparmiatore sono spesso stimolati, alimentati, costruiti dall'intermediario e dall'offerente per il proprio interesse.*

*...il risparmiatore che non investe correttamente lo fa molto spesso per colpa altrui ed anzi ciò che appare irrazionalità della domanda è in realtà solo adesione a quanto costruito e propagandato dall'offerente.*

*Prima di vedere come, vediamo perché il venditore (banca, assicurazione, Sim) può voler stimolare un comportamento irrazionale del risparmiatore.*

*Per due motivi, essenzialmente:*

*Perché il venditore, complicando il quadro, sfrutta meglio il fatto di saperne di più per proporre un prodotto scadente ma ad esso profittevole. In termini economici si potrà dire: sfrutta ma anche crea asimmetria informativa per imporre, attraverso una sistematica disinformazione, uno "scambio ineguale";*

*Perché il venditore tradisce la posizione di fiducia e la sua "missione", che gli sono state assegnate istituzionalmente per una finalità di tutela del risparmio, a causa di un interesse suo proprio che è contrapposto a questa missione.*

*È bene chiarire la differenza tra questi due motivi.*

*Quando si parla di "conflitto di interessi" si dovrebbe più specificamente parlare solo del secondo tema, per evitare di essere generici. Il conflitto di interessi non è il normale contraddittorio di interessi fra venditore e acquirente, che esiste da che mondo è mondo e che parte dal vasto "gioco dello scambio"»*

Le caratteristiche strutturali del comparto dell'intermediazione mobiliare e il sistema di remunerazione dei consulenti concorrono, infine, a determinare un disallineamento tra gli obiettivi del consulente e gli interessi del cliente

*«Per "conflitto di interessi" si deve intendere, più specificamente, un conflitto tra due interessi contrapposti, entrambi del venditore, uno personalissimo, l'altro assegnatoli dalla legge e il problema è che tende a prevalere l'interesse personale, a danno della missione di tutela che dovrebbe essere la ragion d'essere del soggetto in questione". Il risparmio protetto – Cesare Valentini*

Come individuato dalla Consob: *«Il conflitto d'interesse degli operatori finanziari tradizionali (bancari, promotori finanziari, agenti assicurativi, impiegati postali, mediatori creditizi) rappresenta il pericolo maggiore per l'investitore il quale, se non sufficientemente informato, potrà essere indotto ad acquistare il prodotto proposto, basandosi esclusivamente sulla fiducia riposta nel collocatore dello stesso e non sulla verifica della bontà del "consiglio" ricevuto.» Manuale del consulente finanziario indipendente - Armellini, Mainò, Romano.*

Le conseguenze di conflitto d'interessi e asimmetria informativa nel caso dei servizi finanziari sono nuovamente (ulteriormente) qualificate dalla Consob. L'allora presidente della Consob, Cardia, nella relazione annuale di giugno 2010 afferma: *«Sono state riscontrate carenze, in particolare nell'area dei conflitti di interesse fra clienti non professionali e intermediari alla cui origine vi sono le politiche commerciali e di prezzo, le modalità di formazione dei budget e dei connessi schemi di incentivazione del personale».*

*«In un contesto di mercato caratterizzato dalla nota crisi di liquidità il sistema bancario ha risposto incrementando l'emissione di obbligazioni collocate presso gli investitori retail, il cui controvalore è più che raddoppiato negli ultimi due anni e ha rappresentato circa l'80 per cento del totale dei collocamenti obbligazionari delle banche».* Di conseguenza è ulteriormente aumentato il peso delle obbligazioni bancarie sulla ricchezza finanziaria delle famiglie, che negli ultimi quindici anni è cresciuto progressivamente passando dal 2 per cento del 1995, al 7 per

cento del 2000, al 10,4 per cento del 2009. Si tratta di un peso di gran lunga superiore a quello degli altri principali paesi europei.

È un fenomeno su cui la Consob pone particolare attenzione, considerato che nei portafogli degli investitori retail si rileva la presenza di obbligazioni in prevalenza illiquide e talvolta più rischiose dei titoli di stato senza che tali rischi siano adeguatamente riflessi nel rendimento offerto.

Un eclatante caso di conflitto di interesse riguarda, ad esempio, il collocamento di un'obbligazione bancaria di tipo zero coupon.

Vediamo un caso pratico di come le banche sistemano i loro bilanci.

Dal documento "condizioni definitive" si legge:

### **Scomposizione del prezzo di emissione**

Sulla base del valore della componente obbligazionaria e delle commissioni, il prezzo di emissione dei titoli può così essere scomposto:

*Valore della componente obbligazionaria: 51,23%*

*Onere implicito: 33,77%*

*Commissione di collocamento: 0,00%*

*Valore della componente obbligazionaria : 85,00%*

## Comparazione con titolo di stato di similare scadenza

Si riporta di seguito una comparazione tra i rendimenti delle obbligazioni ipotetiche oggetto della precedente esemplificazione e quelli dei BTP 01.02.2017, codice ISIN IT0004164775. I rendimenti del Titolo di Stato sono calcolati utilizzando il prezzo di mercato alla data 19.12.2011 (91,287), pubblicato su "Il Sole24Ore" il 20.12.2011.

TITOLO	Rendimento effettivo annuo lordo	Rendimento effettivo annuo netto
Obbligazioni zero coupon	3,30%	2,67%
<b>BTP 01.02.2017, codice ISIN IT0004164775</b>	6,09%	5,54%

In sostanza, se la banca si fosse finanziata sul mercato interbancario, per quella stessa obbligazione avrebbe ricevuto 51,33 euro, anziché gli 85,00 euro che, magnanimamente, le sono stati pagati dai risparmiatori correntisti.

Nel settore dei fondi comuni permangono inoltre le debolezze strutturali che da anni caratterizzano il risparmio gestito in Italia.

*«I costi di gestione e di distribuzione continuano a essere elevati e ad assorbire buona parte dei rendimenti. Lo squilibrio tuttora esistente nei portafogli dei risparmiatori italiani a sfavore del risparmio gestito riflette anche una scarsa conoscenza e capacità di orientamento tra le offerte di prodotti finanziari. Sono mancati un adeguato sviluppo dei servizi di consulenza indipendente e una cultura finanziaria diffusa.»*

*«È auspicabile che gli intermediari valorizzino la consulenza come servizio strategico e di alto contenuto professionale, la cui remunerazione sia collegata al servizio reso piuttosto che al prodotto venduto». (Relazione Consob, giugno 2010)*

Le conseguenze del conflitto d'interessi tra intermediari e investitori sono ben evidenti nei portafogli dei risparmiatori.

A parte i precedenti casi delle obbligazioni bancarie, evidenziate dalla Consob, più rischiose, meno liquide e con rendimenti inferiori dei titoli di stato, molti altri sono i prodotti che meritano una citazione.

Ad esempio: i famigerati "My Way" e "For You" (finanziamenti a tasso fisso fatti passare per investimenti a lungo termine), prodotti emessi da Banca 121, istituto poi acquistato da Monte dei Paschi; l'obbligazione denominata "Convertendo BPM 2009/2013 - 6,75%" (obbligazione convertibile in azioni a condizioni inaccettabili) emessa da Banca Popolare di Milano; il fondo immobiliare "BNL Portfolio Immobiliare Crescita" (svenduto successivamente alla scadenza, dopo che i gestori si erano "dimenticati" di vendere gli immobili in portafoglio o di chiedere un periodo di grazia di tre anni) promosso da BNL; i fondi comuni San Paolo Azioni Italia, Soluzione 6 e Soluzione 7 (magnifica storia di come, per favorire il primo fondo sono stati penalizzati, illecitamente, gli altri due); obbligazioni Argentina (default); tutti i numerosi casi di fallimenti di società quotate in Borsa, da Parmalat, a Freedomland e molti altri.

In termini più generici possiamo dire che danno evidenza del conflitto d'interessi quei numerosi prodotti poco efficienti e ricchi di commissioni che nessun investitore informato si sognerebbe mai di sottoscrivere, ma che spesso risultano essere tra i più collocati. In prima fila si possono sicuramente porre la quasi totalità delle polizze finanziarie, spesso di diritto estero - irlandesi innanzitutto - per poter essere caricate maggiormente di costi; i fondi monetari, i cui costi di gestione sono spesso superiori ai risultati che riescono a dare; tutti i fondi a gestione attiva in teoria, ma passiva nella pratica, in modo tale da lucrare commissioni senza troppa fatica; i fondi di fondi, su cui gravano doppie commissioni di gestione; le polizze previdenziali e i PIP (strumenti analoghi ai fondi pensione, ma con caricamenti molto più elevati).

*«Le polizze vita non dovrebbero essere usate come investimento... Gli agenti adorano venderle per le alte commissioni di cui sono gravate».*

Eric Tyson, *Mutual Funds For Dummies*, IDG Books, 1996.

*«Non mischiate mai l'investimento con l'assicurazione... l'industria assicurativa è il peggior agente istituzionale che possa frapporsi fra voi ed il vostro denaro.»*

Stuart Fowler, *No Monkey Business*, Financial Times Prentice Hall, Londra, 2002.

In merito ai PIP si sottolinea che dalle indagini tenute mensilmente dall'Anasf (Associazione di categoria degli agenti di servizi finanziari) su "Plus" settimanale de "Il Sole-24 Ore" risulta che PIP e fondi pensione hanno la stessa quota di mercato. Se si va però a vedere i dati forniti da Assoreti (Associazione delle reti di promotori finanziari) il controvalore investito in fondi pensione è meno del 30% di quanto investito nei PIP. Probabilmente a qualcuno rimorde la coscienza.

La preferenza degli intermediari per i prodotti costosi non è fenomeno tipico solo del nostro Paese. Ad esempio, verso la fine degli anni '90 un grande scandalo scosse la Gran Bretagna. Diverse società che avevano indotto molti lavoratori ad uscire dagli efficienti piani pensionistici negoziali per sottoscrivere dei Piani Integrativi Pensionistici individuali, assai più costosi ed assai meno efficienti sotto il profilo previdenziale, furono sanzionate e dovettero risarcire miliardi di sterline a quegli stessi lavoratori ingannati.

La FSA (Autorità di controllo britannica, paragonabile alla nostra Consob) non sanzionò solo la mancata trasparenza con cui venne incentivata questa inefficiente operazione di switch tra piani pensionistici e PIP ma commisurò i risarcimenti pagati ai lavoratori al maggior costo

dei PIP rispetto ai piani pensionistici fatti abbandonare tramite informazioni incomplete o ingannevoli.

A dir la verità, negli stessi anni la medesima cosa successe in Italia. A causa del veloce allungamento della vita media e dell'abbassamento dei tassi di mercato, quasi tutte le compagnie di assicurazione indussero i propri assicurati ad abbandonare le polizze vita sottoscritte negli anni precedenti a elevati tassi minimi garantiti e a rendita prestabilita, sostituendole con altre spesso prive di garanzie. La beffa fu doppia: perse le garanzie i sottoscrittori persero anche buona parte del denaro investito a causa della successiva crisi dei mercati finanziari dei primi anni 2000. In questo caso, però, nessuna autorità prese provvedimento alcuno.

I danni al risparmio e ai risparmiatori sono provocati non solo dai prodotti finanziari, ma anche dal modo in cui avviene la raccolta di denaro da investire in tali prodotti.

Da dati pubblici forniti da Assogestioni (Associazione di categoria delle società di gestione del risparmio), elaborati in modo grezzo è stato ricavato il seguente grafico che riassume la relazione tra raccolta in prodotti azionari di risparmio gestito e performance semestrali dei mercati azionari:

Grafico 1



Il periodo preso in considerazione va dal 2003 al primo trimestre 2011, ultimi dati disponibili al momento in cui è stata effettuata l'elaborazione.

Risulta con evidenza che la raccolta guarda al breve termine ed è in funzione dell'andamento del mercato (raccolta positiva solo con risultati mercato positivi), mentre l'obiettivo per ottenere buoni risultati dovrebbe invece essere l'esatto opposto. Ciò chiarisce anche perché i rendimenti degli investitori sono spesso insoddisfacenti. Si tende, infatti, ad entrare nel mercato ai massimi e ad uscire ai minimi.

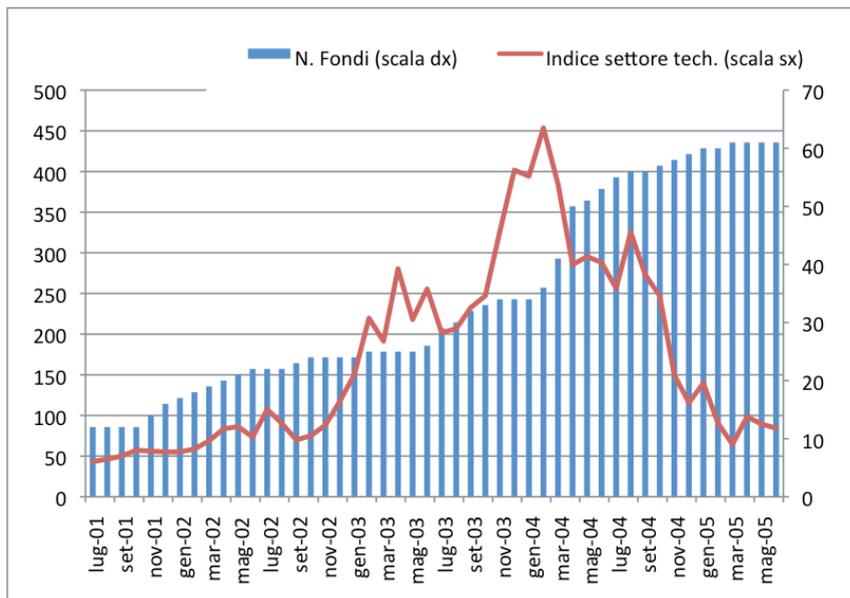
La relazione diretta tra raccolta e rendimento è spiegata in parte anche da aspetti psicologici: dal punto di vista dell'intermediario è, infatti, più facile chiedere denaro evidenziando i precedenti risultati positivi piuttosto che mostrando un estratto conto in perdita; dal punto di vista del risparmiatore c'è una maggior disponibilità all'investimento in quanto, tendendo a proiettare nel futuro i risultati passati, le prospettive di guadagno possono apparire maggiori.

Sfruttare il momento di euforia, le mode, utilizzare i rendimenti passati quale motivazione per la raccolta di denaro sono metodi che da sempre gli intermediari usano.

Eccone due esempi.

Il grafico seguente rappresenta, nel periodo luglio '97 – giugno '01, la crescita percentuale del settore tecnologico e il numero di strumenti di risparmio gestito a disposizione del pubblico per investire in quel determinato settore:

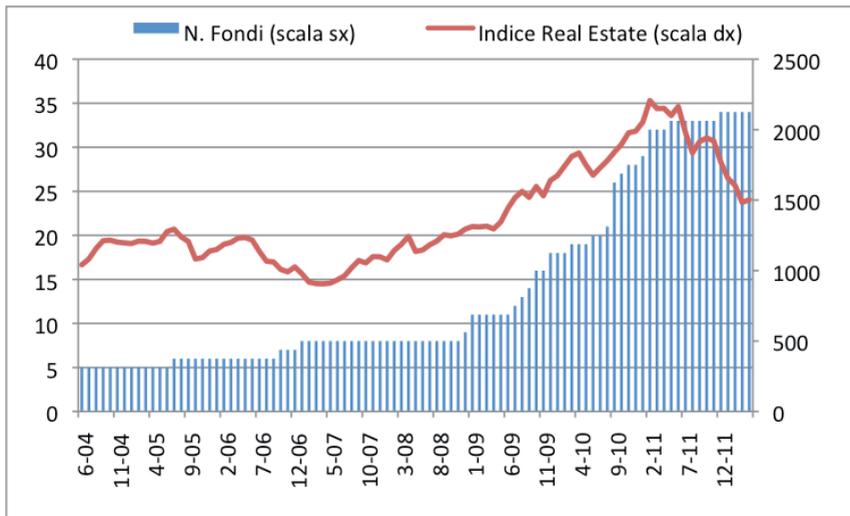
Grafico 2



Come facilmente si vede, la massima crescita del numero di strumenti per investire nel settore tecnologico è avvenuta nel momento di massima espansione dei titoli TMT, dando così modo alla maggior parte dei risparmiatori di investire ai massimi e di ricordarsi questa bella esperienza almeno per il decennio successivo.

Più recentemente è avvenuta la stessa cosa nel settore immobiliare (vedasi grafico)

Grafico 3



Settore diverso, ma risultati uguali.

Sono comunque in fieri altre tendenze del genere.

Confrontare l'andamento dei mercati del petrolio, dell'oro, dell'argento, di molte commodity con la crescita del numero di prodotti a disposizione per potervi rispettivamente investire potrebbe essere utile per evitare nuovi salassi.

Come può allora un investitore difendersi dai cattivi venditori di prodotti finanziari?

Nemmeno la regolamentazione attuale è protettiva degli interessi dei risparmiatori come è evidenziato nella comunicazione del 30 aprile 2009 della Commissione europea qui di seguito riportata:

***Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, del 30 aprile 2009, relativa ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati [COM(2009) 204 def. – Non pubblicata nella "Gazzetta ufficiale"]***.

## **SINTESI**

La presente comunicazione spiega le misure che la Commissione europea intende adottare nel settore dei prodotti di investimento al dettaglio, in particolare per quanto riguarda le informazioni obbligatorie e le pratiche di vendita. L'obiettivo è allineare il quadro legislativo europeo alla realtà del mercato. In tale ottica, la Commissione intende introdurre a livello europeo un approccio orizzontale nel campo dei prodotti di investimento al dettaglio.

## **Caratteristiche**

I prodotti di investimento al dettaglio hanno caratteristiche grosso modo comparabili:

- l'esposizione dell'investitore ad attività finanziarie sottostanti;
- la loro funzione primaria è l'accumulazione del capitale;
- sono generalmente destinati al mercato al dettaglio a medio/lungo termine;
- sono commercializzati direttamente agli investitori al dettaglio.

I prodotti in questione comprendono i seguenti tipi di prodotti:

- i fondi comuni di investimento;
- gli investimenti inseriti in polizze di assicurazione vita;
- i titoli strutturati al dettaglio;

- i depositi a termine strutturati.

## **Carenze attuali**

I prodotti di investimento al dettaglio possono essere all'origine di rischi nella misura in cui vi è una forte asimmetria di informazioni e conoscenze tra gli artefici e i distributori dei prodotti, da un lato, e gli investitori al dettaglio dall'altro.

Un'altra importante carenza di questo tipo di prodotto risiede nell'incoerenza del quadro europeo di regolamentazione in vigore, il quale è attualmente inadeguato alla realtà dell'attuale mercato dell'investimento al dettaglio e non è in grado di garantire agli investitori un livello sufficiente di protezione.

Le principali lacune del quadro comunitario applicabile ai prodotti di investimento al dettaglio sono la mancanza d'informazioni essenziali fornite agli investitori e la regolamentazione delle pratiche di vendita.

## **Proposte per un approccio orizzontale.**

*Informazioni essenziali per gli investitori.*

Occorre garantire il maggior grado possibile di armonizzazione e standardizzazione delle informazioni essenziali per gli investitori al dettaglio per consentire un raffronto tra i prodotti.

Le informazioni essenziali per gli investitori dovrebbero soddisfare i seguenti criteri:

- devono essere corrette, chiare e non fuorvianti;
- devono contenere i dati necessari per prendere decisioni di investimento informate (in particolare per quanto riguarda il rendimento, i rischi, le spese...);
- devono essere presentate in un formato conciso e semplice;
- devono essere fornite in tempo utile.

*Vendita di prodotti di investimento al dettaglio preassemblati da parte degli intermediari e di altri distributori.*

Le disposizioni della direttiva MiFID (relativa ai mercati degli strumenti finanziari) costituiscono un riferimento nell'ambito delle norme di comportamento e della gestione dei conflitti d'interesse. La Commissione suggerisce di estendere il campo d'applicazione della direttiva MiFID a tutti i prodotti di investimento al dettaglio.

I principi fondamentali di un approccio orizzontale in materia di regolamentazione delle pratiche di vendita sono i seguenti:

- il corretto trattamento dell'investitore;
- i prodotti venduti devono corrispondere al profilo e alle esigenze dell'investitore;
- i rischi per l'investitore devono essere comunicati in modo chiaro se quest'ultimo decide di non avvalersi di una consulenza;
- i conflitti di interesse non devono avere conseguenze negative per gli investitori e devono essere evitati;
- gli investitori devono essere informati in modo chiaro ed efficace in merito alle disposizioni in materia di remunerazione dell'intermediario e di tutte le spese, commissioni o oneri;
- le persone incaricate di valutare l'adeguatezza dei prodotti devono comprendere pienamente tali prodotti e le loro caratteristiche.

È tuttavia indispensabile stabilire una definizione generale del concetto "prodotto di investimento al dettaglio", come pure una chiara designazione dei prodotti che vi rientrano.

Non è, inoltre, facile per un risparmiatore compiere delle scelte razionali in ambito finanziario, anche perché gli intermediari sono in grado di creare complessità, di alimentare la irrazionalità dell'investimento e dell'investitore stesso, premeditatamente, per acuire il vantaggio di saperne di più.

Questa premeditazione la si può ritrovare nei prodotti inutilmente complessi, nelle obbligazioni strutturate i cui fondamentali dettagli rimangono oscuri ai risparmiatori, nei prodotti a capitale garantito in cui non si chiariscono i termini della garanzia, nei prodotti con costi di sottoscrizione, pochi o nulli, e costi impliciti molto elevati. Anche l'innovazione finanziaria è spesso costruita per creare illusione, oscurità e, quindi, sovrastruttura per nascondere le caratteristiche essenziali della scelta d'investimento, costruite a favore dell'offerente.

Ciò è possibile perché nel mercato finanziario la domanda non incontra, ma segue l'offerta. Non è il risparmiatore che chiede un prodotto per soddisfare un'esigenza – che spesso nemmeno conosce –, ma è il venditore che offre un prodotto finanziario perché generalmente consente elevati margini (per l'intermediario).

Le vendite finanziarie sono fatte soprattutto di empatia. Il cliente si fida dell'operatore e acquista ciò che gli viene sottoposto. Questo tipo di comportamento è frutto soprattutto della scarsa cultura finanziaria presente negli individui.

*«La classica frase è "Io di queste cose non capisco, e quindi mi fido di te". La prima grande barriera che esiste in questo mercato, che è anche il grande vantaggio di chi vende prodotti e servizi finanziari rispetto a chi li acquista è proprio questo alzare la bandiera bianca da parte della maggior parte dei risparmiatori. In Italia c'è poca cultura sull'investimento, e una delle poche possibilità che i risparmiatori hanno per formarsela è perdere i propri soldi. Così, quelli che si "fidavano" iniziano a riappropriarsi della gestione dei propri risparmi: si informano, tentano*

*di capire, partecipano a corsi, iniziano ad avere un rapporto con il proprio consulente più professionale e più maturo, e magari cominciano a rivolgersi anche a professionisti diversi come ai consulenti indipendenti e non solo ai promotori dove un possibile conflitto di interessi è più probabile».* Intervista di Marco Delugan a Salvatore Gaziano

Un primo passo per l'emancipazione finanziaria è quindi aumentare la propria cultura, informarsi, capire. Capire nei dettagli le proposte riduce l'asimmetria informativa e ciò fa guadagnare e risparmiare moltissimo; se un prodotto, non è chiaro, semplice, non lo si acquista, non si perde nulla se non un rischio.

Un secondo passo è riconoscere il conflitto d'interessi del proponente. Questo conflitto è spesso indicato anche nei documenti da sottoscrivere prima dell'investimento, ma se la firma viene posta senza soffermarsi sulla sostanza, come fosse solamente una noiosa pratica burocratica, essa diviene una garanzia per l'intermediario, non per il risparmiatore, che anzi sottoscrive una sorta di manleva per azioni della banca lesive del risparmiatore stesso.

A questo proposito è utile, molto utile, che il risparmiatore diventi propositivo, si faccia parte attiva del processo d'investimento. In che modo? Ad esempio, sottoponendo all'intermediario l'elenco delle esigenze che l'investimento dovrebbe soddisfare e/o dei requisiti che si ritengono indispensabili. Dopo le spiegazioni che l'incaricato ha fornito sulle caratteristiche del prodotto buona cosa è mettere su carta, di vostro pugno, quanto si è capito e farsi sottoscrivere il documento. Se il responsabile lo farà avrete un'ottima arma da impugnare qualora lo strumento consigliato non si comportasse come richiesto. Se non otterrete la firma non dovrete avere rimpianti: il prodotto non era adatto a voi.

È, inoltre, necessario distinguere tra informazione buona e informazione cattiva, tra informazione interessata e disinteressata, tra chi fornisce indicazioni superficiali e chi è più chiaramente propenso a ri-

durre l'asimmetria informativa. Perché il problema vero non è tanto il conflitto d'interessi ma, piuttosto, lo scambio ineguale.

Tra gli operatori del mercato finanziario esiste la figura, ancora poco nota, del consulente indipendente che, non guadagnando per i prodotti consigliati, supera in questo modo il conflitto d'interessi e l'asimmetria informativa che stanno alla base dei cattivi consigli.

È del tutto condivisibile quanto affermato da Sassetti in un articolo apparso sul sito [www.soldionline.it](http://www.soldionline.it):

*«Un consulente indipendente non è infallibile ma, diversamente da un promotore, non è condizionato dalla redditività dei prodotti che può/deve collocare. Sia chiaro, conosco personalmente molti promotori, specie multibrand, che lavorano coscienziosamente – tentando di offrire un contenuto di consulenza al loro servizio di vendita – e dei quali ho la massima stima professionale. Ma so anche che sono una minoranza, se non altro perché in pochi riescono a sottrarsi alle politiche commerciali “tritaclienti” della maggior parte delle istituzioni finanziarie. [...] negli ultimi 15 anni l'aggressività commerciale delle reti di vendita di prodotti finanziari si è grandemente accresciuta e il più chiaro orientamento al profitto delle banche ha amplificato a dismisura i conflitti di interesse. I risparmiatori non percepiscono chiaramente il costo gravante sui servizi finanziari del risparmio gestito perché non lo pagano direttamente ma viene prelevato direttamente dai loro investimenti, mentre debbono pagare direttamente i consulenti indipendenti. Tuttavia, non passa settimana che io non abbia notizia di qualche piccolo o grande pasticcio fatto sui capitali dei risparmiatori a causa del “peccato originale” del conflitto d'interesse. Il costo di questi pasticci è spesso elevato.*

*La parcella dei consulenti indipendenti è, bene o male, una forma di assicurazione contro questi pasticci. Molto meno costosa di un tipico inconveniente che capita immancabilmente a chi predilige il fai da te.»*

Intento di questo libro, mostrando un strada diversa all'investimento, è di offrire un'ulteriore alternativa al superamento delle problematiche che impediscono un rapporto non conflittuale tra operatori finanziari e investitori.

## La misura del rischio

In psicologia il concetto di rischio di un'attività finanziaria viene associato all'entità della perdita, effettiva o potenziale, che può essere subita.

Il processo mentale che regola la valutazione della rischiosità non è basato sull'ipotesi "probabile in media", o "più probabile", bensì sull'impatto che l'evento maggiormente negativo può avere sul capitale di riferimento.

Questa visione si discosta molto dal concetto di rischio definito classicamente in finanza, disciplina nella quale lo stesso viene misurato attraverso la deviazione standard dei rendimenti.

La deviazione standard è utilizzata in statistica per misurare l'ampiezza della dispersione di un campione di dati, ed è stata poi adottata quale misura della variabilità della performance di uno strumento finanziario in un dato periodo di tempo.

La sua scarsa coerenza con l'approccio comportamentale è facilmente dimostrabile.

Sia nel caso in cui ricavassimo la deviazione standard ex post o la stimassimo ex ante, considerando un insieme di dati, non potremmo ricavare alcuna informazione su come gli stessi si presentino in sequenza.

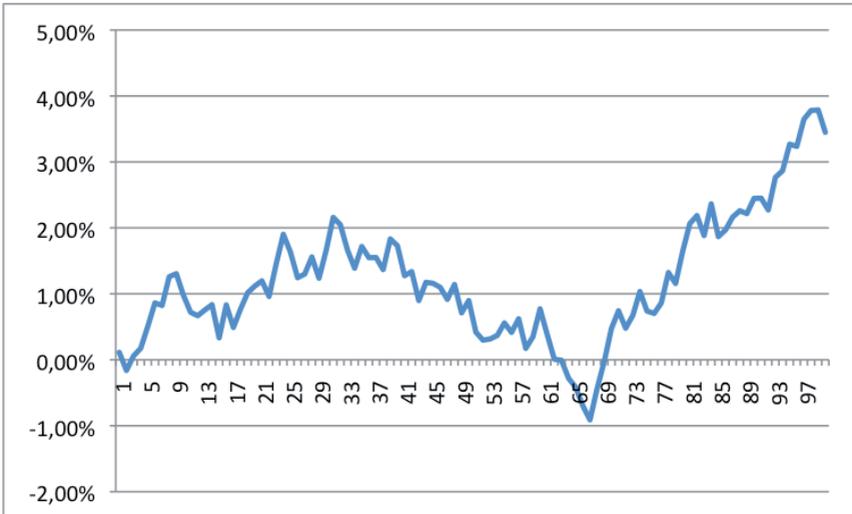
La deviazione standard infatti permette di valutare la dispersione del rendimento considerando tutti i dati senza un ordine cronologico di accadimento.

La classica forma a "campana" della distribuzione ben rappresenta, metaforicamente, il "cumulo" di dati ammassati senza rispettare un ordine.

Vediamo un esempio:

Ipotizziamo di esaminare una serie di dati, rappresentativa di un periodo di 100 giorni di borsa aperta, il cui andamento sia stato il seguente:

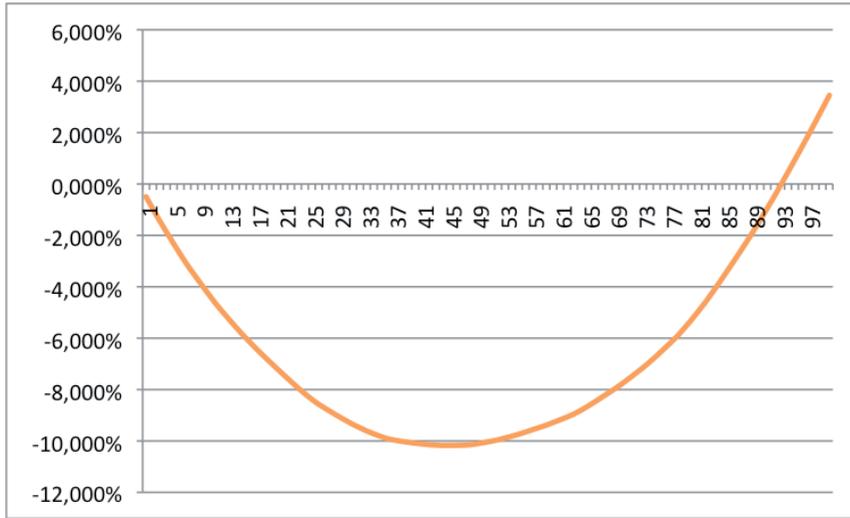
Grafico 1



La deviazione standard dei rendimenti risulta essere pari a 0,292%.

Se provassimo ora a ordinare tutte le performance, dalla peggiore alla migliore, e tracciassimo nuovamente il grafico otterremmo quanto segue:

Grafico 2



Sorprendentemente, almeno in apparenza, il calcolo della deviazione standard della nuova sequenza di dati risulta essere ancora pari a: 0,292%.

Ciò è causato dal fatto che la base dati è sempre la stessa e che non conta l'ordine attraverso il quale vengano rilevati i valori.

Si può facilmente notare come nel grafico azzurro la percezione del rischio sia poco meno dell'1%, inteso come discesa di valore rispetto all'origine, o, al massimo, del 3% se consideriamo la discesa dai massimi, mentre nel grafico arancione si arriva a superare anche il 10%, a parità di deviazione standard e di risultato finale (+3,45%).

La deviazione standard presenta infatti il grosso limite di non evidenziare la presenza di trend (sequenza di dati consecutivi con lo stesso segno), sia al rialzo che al ribasso, nella serie storica.

Per cercare di avvicinarsi maggiormente al concetto di rischio inteso come perdita potenziale, la finanza classica ha successivamente realizzato un indicatore, denominato VaR (*Value at Risk*), avente lo scopo di misurare la perdita massima di valore di un asset finanziario, entro un determinato intervallo di confidenza, in un periodo di tempo definito.

Il VaR presenta però altri due grossi limiti.

Il primo consiste nel fatto che il suo “ingrediente” principale è proprio la deviazione standard. La conseguenza che ne deriva è la manifestazione di occasionali, ma tutt'altro che irrilevanti, violazioni sia nell'importo che nella frequenza, causate proprio della presenza di persistenze nelle serie storiche.

Il secondo, invece, è da leggersi in chiave prevalentemente comportamentale, ed è da attribuire alla “monoperiodalità” dello strumento. Un esempio può contribuire a rendere più agevole la comprensione:

Durante fasi di instabilità dei mercati è frequente la domanda degli investitori: «Quanto potrebbe scendere ancora il mercato?». Un'eventuale risposta, supportata dai valori calcolati del VaR, ad esempio del tenore «3% in una settimana (oppure in un mese, in tre mesi)» non è considerata esaustiva, poiché non fornisce alcun elemento di valutazione o di conforto sulla settimana (oppure in un mese, trimestre) ancora seguente.

Il soggetto intende conoscere quanto l'asset possa perdere valore ancora “in assoluto” e non “in un dato periodo”.

Si rende pertanto necessaria l'introduzione di una nuova misura di rischio, più “prossima” alla percezione cognitiva degli individui, i quali associano il rischio al concetto di “perdita massima”.

Tale misura di rischio “comportamentale” è rappresentata dalla stima del massimo drawdown.

Il massimo drawdown si calcola effettuando un'analisi sulla serie storica dei dati, misurando la profondità in termini percentuali del deprezzamento di un asset, con riferimento al precedente punto di massimo.

Ricordiamo che, secondo la finanza comportamentale, gli individui valutano i risultati delle operazioni finanziarie in base ad un punto di riferimento e, di conseguenza, cercano di evitare le perdite proprio da tale punto.

In particolare nel conto mentale del "risparmio" il punto di riferimento più significativo è il massimo storico raggiunto dal valore dell'asset.

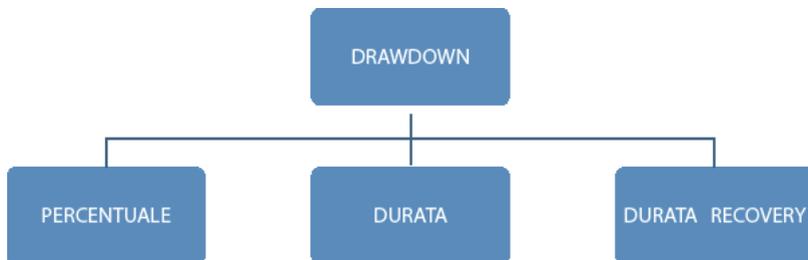
Ogni risultato positivo viene trattato come se fosse una ricompensa meritata e consolidata ed ogni diminuzione di valore viene vissuta come una perdita rispetto a tale punto.

Considerare il massimo drawdown come stima della misura del rischio è perfettamente compatibile con quanto visto in precedenza a riguardo della propensione al rischio così come percepita dagli individui, i quali associano il rischio al concetto di perdita massima.

Oltre al massimo drawdown dobbiamo però considerare altre due fattori altrettanto importanti:

- la durata della fase negativa, dal punto di origine al punto di minimo, misurabile in termini di tempo (ad esempio:  $n$  giorni);
- la durata della fase di recupero (*recovery*) dal punto di minimo al precedente punto di massimo, anche in questo caso misurabile in termini di tempo (ad esempio:  $n$  giorni).

Grafico 3



Profondità, durata della fase negativa e durata del periodo di recupero impattano in maniera rilevante sulla tolleranza al rischio di un individuo.

Questi 3 elementi devono essere considerati singolarmente; non sarebbe corretto racchiuderli in un unico indicatore, in quanto perderebbero di significatività.

Ciascuno di essi rappresenta una componente di base dello stesso fenomeno e ciascuno, a proprio modo, provoca un impatto diverso sull'emotività di ciascun individuo e sulla percezione soggettiva del rischio.

Un drawdown poco significativo in termini percentuali, ma la cui durata dovesse persistere per un lungo periodo di tempo senza essere recuperato, provocherebbe un effetto “delusione” che potrebbe condurre all'abbandono dell'operazione.

Per contro, un drawdown anche importante, qualora venisse recuperato in breve tempo, potrebbe essere tollerato senza particolare turbamento.

Tale analisi ci permette di individuare, in linea di massima e nel caso peggiore, il comportamento che ci possiamo aspettare da parte dello strumento finanziario.

L'esercizio che si dovrà fare sarà quello di immaginarci di salire sulla vettura che corre sui binari delle montagne russe, cercando di stimare l'impatto delle discese più lunghe e profonde sull'emozione degli individui e pertanto sulla percezione soggettiva del rischio.

Le montagne russe, viste da fuori, non provocano poi disagi emotivi così evidenti.

Tenere conto di questi fattori nella scelta degli strumenti finanziari per realizzare un portafoglio potrebbe essere un primo importante passo per abbinare teoria classica e finanza comportamentale ed è fondamentale per non avere sorprese negative dai risultati dei propri investimenti.

Questa scelta è quella fatta nel prosieguo del libro quando ci si occuperà di come creare delle asset allocation con modalità tali da permettere in ogni caso il raggiungimento degli obiettivi desiderati.

## Diversificazione e complessità

*«Le mie merci non son tutte stivate nel ventre d'una sola ragusina, né tutte destinate ad un sol luogo, né dipende l'intera mia sostanza dalla buona fortuna di quest'anno»*

Antonio in *Il mercante di Venezia* di William Shakespeare

Nei portafogli degli investitori si riscontra frequentemente una singolare contraddizione: una scarsa diversificazione a fronte di un'elevata complessità.

È diffusa, infatti, la tendenza a detenere portafogli poco diversificati sia per tipologia di attività, sia per tipologia di emittente, sia per area geografica.

Nella costruzione di portafogli, sia da parte degli intermediari sia da parte dell'investitore, solitamente viene data poca, se non nulla, rilevanza alla correlazione tra gli strumenti inclusi nell'asset allocation.

La correlazione è una misura che indica quanto due variabili tendano a muoversi nella stessa direzione. È un indicatore fondamentale in finanza in quanto alla base del principio di diversificazione di portafoglio. A parità di altre variabili, infatti, il rischio generato da un certo numero di attività con bassa correlazione è inferiore al rischio generato da un pari numero di attività con correlazione superiore (e che quindi tendono maggiormente a comportarsi come un'unica attività).

La correlazione, molto semplicemente, misura quanto è probabile che due o più rischi di perdita si manifestino contemporaneamente.

Proprio per evitare di esporre tutto il proprio patrimonio al rischio di perdita in unica occasione, si ricorre al principio della diversificazione.

Se, specialmente nei portafogli costruiti tramite l'ausilio di intermediari, si può notare una certa diversificazione geografica (si veda successiva tabella ricavata su dati Assogestioni) anche se molto sbilanciata verso alcune tipologie di azionario – quali i Paesi Emergenti, che conferma la tendenza a seguire i rendimenti passati – molto carente è l'attenzione dedicata alla intercorrelazione.

*Patrimonio fondi aperti al 31/03/2011 (Mln euro)*

<b>Categoria</b>	<b>Mln Euro</b>	<b>% su totale fondi</b>	<b>% su fondi azionari</b>
AZ. ITALIA	4.504,10	1,00%	4,04%
AZ. AREA EURO	4.933,80	1,10%	4,43%
AZ. EUROPA	21.045,80	4,60%	18,88%
AZ. AMERICA	17.048,90	3,80%	15,30%
AZ. PACIFICO	10.561,90	2,30%	9,48%
AZ. PAESI EMERGENTI	19.931,90	4,40%	17,88%
AZ. PAESE	7.915,20	1,70%	7,10%
AZ. INTERNAZIONALI	15.488,70	3,40%	13,90%
AZ. ENERGIA E M.P.	2.015,60	0,40%	1,81%
AZ. INDUSTRIA	62,7	0,00%	0,06%
AZ. BENI CONSUMO	229,2	0,10%	0,21%
AZ. SALUTE	423	0,10%	0,38%
AZ. FINANZA	769,2	0,20%	0,69%
AZ. INFORMATICA	853	0,20%	0,77%
AZ. SERV. TELECOM.	51,2	0,00%	0,05%
AZ. SERV. PUBBL. UT.	320,7	0,10%	0,29%
AZ. ALTRI SETTORI	3.070,60	0,70%	2,76%
AZ. ALTRE SPECIAL	2.219,30	0,50%	1,99%
<i>Totale</i>	<i>111.444,80</i>	<i>24,60%</i>	<i>100,00%</i>

Per la determinazione della composizione di portafoglio vengono solitamente adottate regole estremamente semplici oppure ci si basa sui passati rendimenti e sulle mode del momento.

Alcune ricerche (Polkovnichenko, 2005; Goetzmann e Kumar, 2005) mostrano che vi è una tendenza alla diversificazione tramite l'aumento della numerosità dei titoli in portafoglio piuttosto che tramite una selezione di titoli appartenenti a categorie diverse e quindi poco correlati, nonostante la diminuzione dei costi di compravendita e la progressiva diminuzione nel corso del tempo della correlazione media tra titoli abbiano aumentato i vantaggi della diversificazione.

Altri studi hanno dimostrato che i portafogli delle famiglie, non solo italiane, sono poco diversificati anche in termini geografici (French e Poterba, 1991; Baxter e Jermann, 1997) essendo concentrati prevalentemente su titoli domestici (in finanza comportamentale tale fenomeno viene indicato come "home bias"). Tale caratteristica contrasta con l'evidenza dell'analisi delle correlazioni storiche tra i mercati azionari, che dimostra la maggiore efficienza dei portafogli diversificati a livello internazionale. All'home bias è riconducibile anche un'altra forma di distorsione, ossia la preferenza che molti investitori manifestano per i titoli delle società per cui lavorano (Hubermann, 1999).

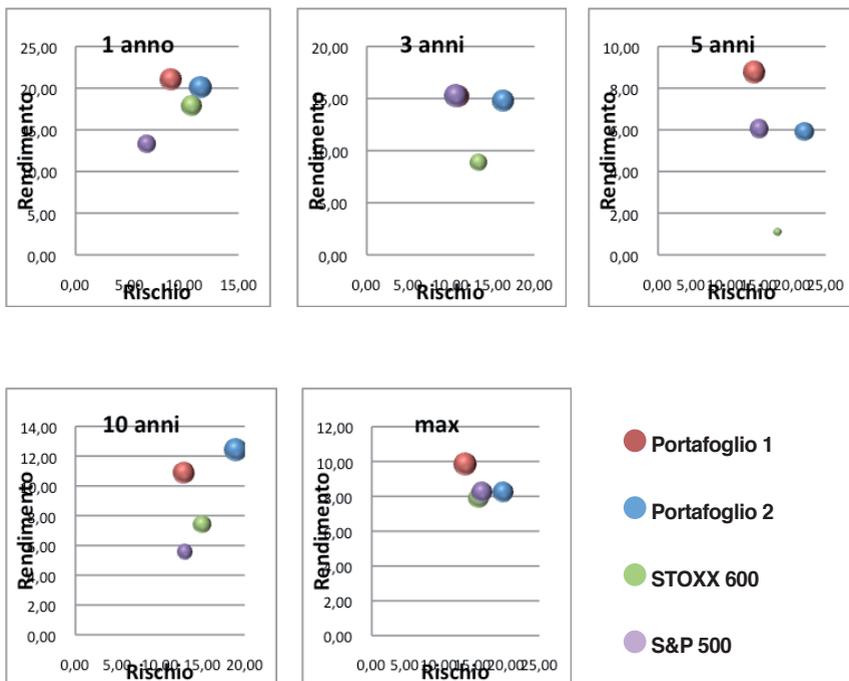
Eppure la costruzione di un portafoglio tenendo conto della correlazione tra titoli potrebbe portare a consistenti vantaggi in termini sia di maggior rendimento sia di minor volatilità.

I vantaggi della diversificazione (senza giungere ai casi estremi di chi ha concentrato le proprie risorse in pochi titoli di emittenti poi falliti) sono facilmente verificabili. Vediamone una dimostrazione.

Nell'esempio che segue sono stati considerati due portafogli e confrontati con due indici, lo STOXX 600 e l'S&P 500. Il primo portafoglio è costituito da un solo strumento, l'indice STOXX Europe 600 Industrial Goods & Services, che, tra i settori dell'indice STOXX EUROPE 600 è quello che mediamente risulta maggiormente correlato con l'indice globale. Il secondo portafoglio è stato costruito aggiungendo al primo portafoglio una stessa quantità dell'indice generalmente il meno cor-

relato con l'indice globale, lo STOXX Europe 600 Health Care. Non sono stati considerati i rispettivi ETF replicanti degli indici perché i dati storici di tali strumenti non sono sufficientemente profondi.

Nella tabella seguente sono raccolti i dati relativi al rendimento e alla deviazione standard dei due portafogli e dei due indici per ciascuna durata considerata.



I risultati del secondo portafoglio sono stati ottenuti ipotizzando il ri-bilanciamento annuale dei pesi degli strumenti componenti.

	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	Max (02/1988 - 01/2013)
<b>Portafoglio 1 - 100% STOXX Europe 600 Industrial Goods &amp; Services</b>					
Rendimento Annuo Medio (%)	20,06	14,76	5,90	12,38	8,20
Deviazione Standard Annuale (%)	11,53	16,32	21,88	19,01	19,71
<b>Portafoglio 2 - 50% STOXX Europe 600 Industrial Goods &amp; Services + 50% STOXX Europe 600 Health Care</b>					
Rendimento Annuo Medio (%)	20,97	15,17	8,73	10,86	9,80
Deviazione Standard Annuale (%)	8,82	10,95	14,41	12,86	13,92
<b>STOXX 600</b>					
Rendimento Annuo Medio (%)	17,89	8,78	1,07	7,40	7,87
Deviazione Standard Annuale (%)	10,71	13,42	17,86	15,02	15,94
<b>S&amp;P 500</b>					
Rendimento Annuo Medio (%)	13,26	15,20	6,02	5,53	8,23
Deviazione Standard Annuale (%)	6,61	10,60	15,16	13,00	16,47

È significativo osservare che l'aggiunta di un prodotto poco correlato nell'asset allocation del secondo portafoglio riduce drasticamente la volatilità (indicata dalla deviazione standard) e non penalizza i rendimenti. Anzi, in quattro dei cinque casi considerati il rendimento del secondo portafoglio risulta essere superiore a quello del primo.

Il confronto risulta vincente in termini sia di rendimento, sia di volatilità, anche rispetto ai due indici globali considerati.

È da sottolineare che la correlazione tra strumenti o indici non rimane costante nel tempo: essa tende ad aumentare nei periodi di crisi, venendo così, in parte, a mancare quella diversificazione tanto cercata.

Più avanti sono fornite delle tabelle di correlazione tra indici costruite mediante l'ausilio dello strumento "calcolatore correlazione" fornito dal sito [it.ishares.com](http://it.ishares.com).

Queste tabelle aiutano a capire quali sono le correlazioni tra alcuni indici del mercato finanziario e come queste correlazioni variano al modificarsi delle condizioni dei mercati.

Nella prima serie di tabelle sono confrontati alcuni dei più noti indici azionari con un indice di obbligazioni governative e un indice sull'oro, nella seconda serie alcuni indici settoriali europei ancora con gli stessi indici di obbligazioni governative e sull'oro.

Ciascun confronto è stato fatto su cinque periodi di tempo: tre con fasi positive di mercato (periodi: gennaio 1999 – marzo 2000; aprile 2003 – maggio 2007; aprile 2009 – dicembre 2009), due con mercati negativi (aprile 2000 – marzo 2003; giugno 2007 – marzo 2009).

È facile notare che le correlazioni tra indici dei mercati azionari tendono ad aumentare di molto nei periodi di crisi dei mercati, mentre con gli indici obbligazionario e sull'oro esiste sempre una bassa correlazione che può diventare anche negativa.

Queste brevi considerazioni possono essere d'aiuto nella costruzione di portafogli effettivamente diversificati e nella creazione di profili di rischio/rendimento adeguati ai propri obiettivi.

*«La ridotta diversificazione di portafoglio sembra anche correlata con la scarsa diffusione dei servizi di consulenza ad alto valore aggiunto: i dati relativi a un campione rappresentativo di famiglie italiane forniscono evidenza in tal senso e mostrano che i portafogli più diversificati e meno concentrati su depositi e titoli di Stato appartengono alle famiglie assistite da consulenti. Tale fenomeno discende dalle caratteristiche dell'industria dell'intermediazione mobiliare italiana, da un lato strutturalmente orientata verso l'attività distributiva e la prestazione di servizi*

*di investimento a basso valore aggiunto per la clientela (quali il collocamento, la negoziazione e la raccolta ordini), dall'altro incentrata sulla definizione di politiche di offerta connotate da una forte ristrettezza dello spettro di prodotti e servizi di investimento, coincidenti normalmente con quelli emessi o "assemblati" all'interno del gruppo di appartenenza del collocatore/distributore. Questo modello di business, improntato alla prevalenza di logiche di gruppo, ha rafforzato il ruolo della rete distributiva, anche con riferimento alla "costruzione" di prodotti che garantiscono schemi remunerativi sufficientemente incentivanti per i collocatori.»*  
"Piano strategico 2010-2021" Consob.

Da tale struttura distributiva degli intermediari finanziari consegue la necessità della creazione di prodotti complessi, come spiega Sasseti: *«La sovrastruttura imposta al prodotto riveste una sua funzione economica per chi vende il prodotto. Questa è, purtroppo, una delle più gravi ed irrisolte contraddizioni del nostro sistema d'intermediazione finanziaria. Il sistema presenta costi non indifferenti, specie laddove opera con reti di vendita specializzate, e non può permettersi di collocare prodotti semplici. Sforna in continuazione prodotti complessi dove, nel migliore dei casi, la complessità serve a giustificare (apparentemente) livelli commissionali più elevati e dove, nel peggiore dei casi (le obbligazioni strutturate), serve a rendere materialmente indecifrabile il pricing dei prodotti. Solo eccezionalmente la maggiore complessità dei prodotti finanziari è finalizzata alla gestione attiva e ad un miglior rapporto rischio/rendimento rispetto ai prodotti a gestione passiva. L'UCAS finanziario, l'Ufficio finanziario per la Complicazione degli Affari Semplici, è uno degli servizi più strategici nel marketing degli intermediari finanziari».*

*Piccolo manuale di autodifesa finanziaria, Paolo Sasseti.*

Del resto da chi già più di dieci anni fa aveva in pancia una lunghissima serie di prodotti derivati dai nomi più fantasiosi (si veda la successiva tabella che si riferisce ai titoli strutturati presenti nei bilanci delle ban-

che nel 2001) che cosa ci si può aspettare se non che, in qualche modo, suddivida il menu anche tra i clienti?

**Lista delle tipologie di derivati presenti nei bilanci 2001 degli istituti italiani**

Reverse Convertible Strutture su tassi (Cap e Floor Plain Vanilla)  
 Reverse Floater Equity/Index/Fund Linked  
 Step Down Reverse Floater Equity/Index/Fund Linked Forward Start  
 Floating rate note sinkable Basket Equity/Index/Fund Linked  
 Floating rate note con minimo garantito Basket Equity/Index/Fund Linked Forward Start  
 Interest Rate Swap Plain Vanilla Strutture su tassi (Cap e Floor con barriera)  
 Interest Rate Swap strutturati con Barriere Strutture su tassi (Cap e Floor digitali)  
 Interest Rate Swap strutturati su Basket Volatility Linked  
 Interest Rate Swap con termination Option Equity/Index/Fund Linked Asiatiche  
 Constant Maturity Swap Equity/Index/Fund Linked Forward Start Asiatiche  
 Cross Currency Swap Basket Equity/Index/Fund Linked Asiatiche  
 Swap Constant Maturity Treasury Basket Equity/Index/Fund Linked Asiatiche Forward Start  
 Forward su cambi Plain Vanilla Digital Coupon Super 15  
 Forward su cambi Strutturati con Barriera Titoli indicizzati a tassi di mercato con corridoio  
 Bond Option Titoli Rainbow "Worst of" two  
 Opzioni su cambi Plain Vanilla Titoli Multi color Rainbow "Worst of"  
 Opzioni su cambi con Barriera Titoli Rainbow "Best of" Two  
 Opzione su cambi Knock Out Double No Touch Titoli Multi color Rainbow "Best of"  
 Opzione su cambi Knock Out con clausola di Fade Out Bond indicizzati a tassi Constant Maturity  
 Opzione su cambi con Accrual Level Titoli indicizzati a tassi Constant Maturity Treasury  
 Rainbow "Worst of" Option Bond indicizzati a una combinazione di tassi di mercato  
 Rainbow "Best of" Option Bond Convertibile in azioni con Callability Bermudiana  
 Multi Color Rainbow "Worst of" Option Bond a tasso trasformabile  
 Multi Color Rainbow "Best of" Option Bond FX-linked Double No Touch  
 Index Linked "Product" Option Basket Equity Linked con controllo della volatilità  
 Basket Equity Option con Catch-Up Amount Share Linked Note Sinkable+Convertible  
 Opzione Forward Start su Indice e rendimento massimo Credit Linked Notes  
 Reverse Cliquet Credit Default Swap  
 Titoli con Coupon indicizzati ai precedenti Asset Backed Securities

E, infatti, così è stato.

Negli ultimi anni è stato tutto un susseguirsi di emissioni di obbligazioni strutturate (vendute ai risparmiatori per 30 miliardi di euro solo nel 2010), di certificati legati in modo complesso a strutture finanziarie indecifrabili, di complicate polizze index e unit linked cariche di costi, tutti strumenti che sono sistematicamente finiti nei portafogli delle famiglie.

Descriviamo, come esempio, il seguente certificato emesso da un istituto di credito italiano a novembre del 2011 e che non è, tra i prodotti strutturati, certamente il più complesso:

Certificato emesso il 28/11/2012 il cui risultato è indicizzato al rendimento dell'azione ENEL;

prezzo di emissione: 100

costi di sottoscrizione: 4,73%

interessi lordi del 4,25% corrisposti alle date 26/10/2012 e 28/12/2013

scadenza del certificato: 29/12/2016

prezzo di rimborso:

- 115 se il rendimento di ENEL nello stesso periodo di vita del certificato ha realizzato una performance superiore al 20%;
- compreso tra 100 e 115 se il rendimento dell'ENEL sarà compreso tra +5% e +20%;
- 100 negli altri casi.

Quindi il certificato permette di esporsi al mercato azionario garantendo comunque il rimborso del capitale e due cedole del 4,25%. Il

rendimento netto massimo ottenibile da tale certificato (nel caso in cui ENEL abbia un rendimento superiore al 20%) è del 3.52%. Il rendimento sarà inferiore in qualsiasi altro caso.

Nello stesso giorno di emissione un BTP con scadenza simile a quella del certificato aveva un rendimento netto pari a 4,87%.

Quindi, in barba all'assunto in base al quale a maggior rischio deve corrispondere un maggior rendimento, i clienti della banca che hanno acquistato il certificato otterranno a scadenza, con un maggior rischio emittente e un maggior rischio di liquidità, un rendimento massimo di molto inferiore a quello certo di un titolo di stato.

Evitiamo commenti, ma riportiamo quanto ha detto Consob all'interno di un discorso sui titoli tossici: *«Rispetto ad alcuni prodotti è giunto il momento di interrogarsi sull'opportunità di vietarne la distribuzione ai risparmiatori»*.

Non sappiamo se ciò avverrà, ma se verrà vietata la vendita di strumenti come quello descritto nessun investitore ne sentirà la mancanza.

Se mai sarà impedita la vendita di qualche strumento tra gli indiziati a farne parte ci sono sicuramente le obbligazioni strutturate e molti prodotti assicurativi. Nel caso di questi ultimi, la Consob nel corso del 2010 ha controllato circa metà dei prospetti informativi su un totale di 640. Nel 60% dei casi controllati è stato necessario apportare *«un aggiornamento tempestivo della documentazione di offerta»* in quanto sono state rilevate problematiche relative ai costi impliciti o alle strutture finanziarie. La Consob ha effettuato rilievi anche sulle polizze di tipo index linked in quanto *«caratterizzate da un'ingegneria finanziaria del tutto assimilabile a un'obbligazione strutturata»*.

Se i prodotti complessi se non dannosi sono perlomeno inutili, ancora più pernicioso è la complessità applicata ai portafogli delle famiglie.

Poiché crediamo che più delle parole contino i fatti, vediamo di spiegare, senza alcuna pretesa di scientificità, con i dati storici la nocività della complessità.

Dal sito di Assogestioni sono stati ricavati i dati del patrimonio a fine anno per alcune delle principali categorie di fondi azionari. Si è calcolato il patrimonio medio annuo di ciascuna categoria come media tra il patrimonio di inizio e di fine anno ottenendo quindi il peso di ciascuna categoria in una sorta di portafoglio azionario medio del risparmiatore italiano.

Pesi degli strumenti azionari nei portafogli dei risparmiatori:

Descrizione Strumento	2009	2010	2011	2012
Indice Fideuram Azionari America	17,88%	17,66%	19,58%	21,25%
Indice Fideuram Azionari Area Euro	6,44%	5,28%	5,24%	5,80%
Indice Fideuram Azionari Europa	27,79%	25,25%	22,42%	21,23%
Indice Fideuram Azionari Italia	7,94%	6,10%	4,64%	4,47%
Indice Fideuram Azionari Pacifico	12,80%	12,68%	11,85%	10,63%
Indice Fideuram Az. P. Emergenti	14,45%	20,78%	23,14%	22,31%
Indice Fideuram Az. Internazionali	12,71%	12,25%	13,13%	14,32%

Moltiplicando ciascuna componente del portafoglio per i rispettivi risultati degli indici Fideuram abbiamo ottenuto per ciascun anno considerato il rendimento annuo del portafoglio così costruito. Tali risultati, riassunti nella tabella successiva, sono stati confrontati con i risultati annuali dell'Indice MSCI AC WORLD INDEX e dell'ETF iShares MSCI World, rappresentativi dell'intero mercato azionario mondiale

Rendimenti dei singoli strumenti e del portafoglio medio:

Descrizione Strumento	Volatilità	Max Drawdown Periodo	Rendimento 2009	Rendimento 2010	Rendimento 2011	Rendimento 2012
Indice Fideuram Az. America	14,885	-20,228	24,846	17,099	-0,575	8,022
Indice Fideuram Az. Area Euro	20,022	-29,770	21,454	0,842	-15,564	16,214
Indice Fideuram Azionari Europa	16,910	-23,129	25,793	9,819	-10,962	14,449
Indice Fideuram Azionari Italia	22,639	-34,971	21,596	-3,83	-20,782	13,577
Indice Fideuram Azionari Pacifico	14,199	-22,431	25,744	17,707	-13,986	13,096
Indice Fideuram Az. P. Emergenti	17,346	-27,368	57,052	21,745	-17,223	13,462
Indice Fideuram Az. Internazionali	14,411	-21,098	24,136	13,378	-8,264	10,936
Portafoglio medio	15,173	-21,356	29,311	13,713	-11,077	12,280
Indice MSCI AC WORLD INDEX	15,883	-22,042	31,164	21,078	-3,749	15,008
iShares MSCI World (MI)	16,978	-22,729	27,582	18,491	-3,164	12,305

È facile verificare che aver detenuto un solo strumento, ad esempio l'ETF iShares MSCI World, negli anni dal 2009 al 2012 avrebbe apporato risultati nettamente migliori con un rischio leggermente maggiore in termini sia di massima perdita, sia di volatilità.

La scarsa diversificazione (qualitativa, non in termini di quantità di prodotti) e la complessità dei portafogli delle famiglie italiane dipendono generalmente da due motivazioni spesso presenti contemporaneamente:

- la scarsa attenzione personale e dell'intermediario verso le esigenze e la propensione al rischio del risparmiatore;
- un modello di *business* degli intermediari, improntato alla prevalenza di logiche di gruppo, che ha rafforzato il ruolo della rete distributiva, anche con riferimento alla "costruzione" di prodotti che garantiscono schemi remunerativi sufficientemente incentivanti per i collocatori.

In pratica non vi è abbastanza considerazione da parte né dell'investitore stesso, né dell'intermediario, degli elementi più importanti che dovrebbero guidare la scelta dei prodotti e dell'asset allocation.

L'investitore, quando agisce da solo, risulta essere troppo attento al prodotto e ad alcune sue caratteristiche, quali rendimento e rischioosità, trascurando la cosa più importante, cioè l'effetto di tali scelte nel portafoglio complessivo e, quindi, nel raggiungimento dei risultati in termini di sicurezza e raggiungimento degli obiettivi.

L'intermediario, più attento a raggiungere i budget di vendita che a offrire una vera e propria consulenza al cliente, offre quei prodotti che di volta in volta vengono spinti dalle case di appartenenza per il raggiungimento dei propri obiettivi, generalmente di raccolta e di fatturato.

Anche le reti distributive, che svolgono un ruolo determinante nell'offerta di fondi comuni (strumenti spesso trasparenti), sono orientate soprattutto alla vendita "pura" dei prodotti, meno sviluppata è, invece, l'assistenza alla clientela nelle scelte di allocazione della ricchezza.

Anche la normativa attuale non aiuta a migliorare il modello di offerta finanziaria: *«Una specifica operazione avente ad oggetto un determinato strumento finanziario consigliata dall'intermediario al cliente può essere adeguata, se presa isolatamente, ma l'insieme delle operazioni consigliate (anche in tempi e circostanze diverse) potrebbe dare luogo a un portafoglio complessivo di attività finanziarie non adeguato perché non sufficientemente diversificato per rischi di mercato e di emittente. In sostanza, in base alla MiFID gli intermediari devono valutare l'adeguatezza di un prodotto o strumento finanziario oggetto di raccomandazione rispetto a una serie di parametri che contribuiscono a caratterizzare il profilo del cliente – quali l'avversione al rischio, l'orizzonte temporale di investimento, la ricchezza finanziaria e il livello di conoscenze finanziarie – ma non necessariamente in base alla struttura e alla composizione del portafoglio del cliente al momento in cui viene prestato il servizio*

*di consulenza. In altri termini, la disciplina del servizio di consulenza non prevede necessariamente il dovere di valutare “l’effetto marginale” dell’inclusione di uno specifico prodotto o strumento finanziario sul profilo di rischio-rendimento complessivo del portafoglio del cliente.»* Piano strategico 2010-2021 Consob.

La costruzione di portafogli efficienti e adeguati in base alle caratteristiche personali non potrà avvenire che attraverso una maggiore cultura finanziaria e la diffusione di una consulenza non soggetta a conflitto d’interessi.

Purtroppo la strada è ancora lunga.

La consulenza introdotta con la MiFID è stata recepita dagli intermediari solo in modo formale: ciò che non potrebbe passare attraverso le maglie delle norme vien fatto passare in altro modo. Così, ad esempio, prodotti risultati non adeguati al cliente sono stati tuttavia distribuiti nell’ambito della prestazione dei servizi di esecuzione o di ricezione e trasmissione di ordini; talvolta, inoltre, la consulenza viene utilizzata per indirizzare il cliente ai soli “prodotti della casa”.

L’applicazione sostanziale e l’adesione ad un effettivo modello di consulenza nell’interesse del risparmiatore richiedono, invece, il passaggio a un modello di “servizio al cliente” che impone un cambiamento radicale delle strategie complessive che orientano l’offerta di servizi di investimento.

## Ciclo economico e mercati finanziari

*«La crisi è la migliore benedizione che può arrivare a persone e nazioni, perché la crisi porta progressi. La creatività nasce dalle difficoltà nello stesso modo in cui il giorno nasce dalla notte oscura. È dalla crisi che nasce l'inventiva, le scoperte e le grandi strategie. Chi attribuisce alla crisi i propri insuccessi inibisce il proprio talento e ha più rispetto dei problemi che delle soluzioni. La vera crisi è la crisi dell'incompetenza. Senza crisi non ci sono sfide e senza sfida la vita è una routine, una lenta agonia. Senza crisi non ci sono meriti. È dalla crisi che affiora il meglio di ciascuno, poiché senza crisi sfuggiamo alle nostre responsabilità e quindi non maturiamo. Dobbiamo invece lavorare duro per evitare l'unica crisi che ci minaccia: la tragedia di non voler lottare per superarla.»*

Albert Einstein

I mercati finanziari, ma anche l'economia, procedono a sbalzi, a ondate successive di crescita eccessiva (definita dal governatore americano Greenspan "esuberanza irrazionale") e decrescita, in un continuo crearsi e sgonfiarsi di bolle.

Fino alla fine del '700, cioè fino all'inizio della rivoluzione industriale, i cicli economici di fatto non sono esistiti. Vi erano secoli in cui l'attività economica cresceva e secoli di lungo declino; ma, all'interno di questi periodi secolari o plurisecolari, l'andamento era stabile. Per spiegare le crisi in economie precapitalistiche venivano prese in considerazione soltanto cause esogene, come guerre ed epidemie, e cause naturali come l'andamento del raccolto. Il problema dei cicli sorse nel XIX secolo per dare una spiegazione alle periodiche cadute della produzione che la teoria dell'equilibrio statico di stampo neoclassico non era in grado di spiegare. Poiché questi cicli apparvero in contemporanea con l'industria moderna, Marx li attribuì al capitalismo. Secondo la teoria economica austriaca, invece, il vero responsabile dei cicli è il settore

bancario che, sviluppatosi con la rivoluzione industriale viene legittimato a espandere il credito oltre le riserve.

Comunque sia, ciò che è certo è che l'economia moderna cresce in maniera non lineare tramite cicli di diversa durata mentre i mercati finanziari ampliano tali fluttuazioni con eccessi di crescita e di decrescita.

Chiediamoci allora: esiste una qualche relazione sufficientemente stabile tra ciclo economico e performance dei mercati azionari? È possibile a scopi d'investimento finanziario sfruttare le conoscenze delle oscillazioni economiche e dei mercati? Quali elementi influenzano l'andamento dell'economia e necessitano pertanto di essere tenuti maggiormente sotto controllo? Quali attività possono essere svolte per cercare di individuare il prima possibile la fase economica che si sta attraversando?

A queste domande si cercherà di dare una sintetica risposta in questo e nei prossimi tre capitoli. In questo capitolo vedremo se è possibile scorgere una relazione tra eventi economici e andamento dei mercati finanziari, scopriremo, cioè, se vi è un nesso (ed eventualmente quale rapporto esiste) tra le oscillazioni dell'economia e quelle dei mercati finanziari. Nel prossimo capitolo considereremo alcune spiegazioni date dalla teoria economica ai cicli economici e verificheremo quali sono, nella realtà, gli elementi che influiscono maggiormente sul susseguirsi dei cicli economici. Nell'undicesimo capitolo si passeranno brevemente in rassegna le tecniche maggiormente diffuse per individuare i trend e/o riconoscere quando valori delle attività sono diversi da quelli indicati dal mercato e, in tal modo, investire con profitto. Nel dodicesimo capitolo verrà presentato uno strumento, poco noto, ma di estrema efficacia per riconoscere con qualche anticipo il futuro andamento dell'economia.

Un ciclo economico generalmente è contraddistinto da quattro fasi: ripresa, espansione, rallentamento e recessione. La fase di ripresa eco-

nomica è caratterizzata dal rilancio della domanda di beni e servizi, fattore trainante anche per la produzione e l'occupazione. La congiuntura viene stimolata da aumenti della spesa pubblica. La politica monetaria è espansiva per cui i tassi d'interesse si riducono per favorire la ripresa degli investimenti. Man mano che la crescita si consolida e si assiste ad un continuo aumento del volume della produzione, la fase di ripresa lascia spazio a quella di espansione, periodo in cui la crescita si avvicina al punto di massimo del ciclo economico, dove i tassi di sviluppo sono più sostenuti. Il sistema economico tende quindi al pieno impiego dei fattori produttivi. La maggiore domanda di beni tende a provocare aumenti nei prezzi dei beni e, di conseguenza, l'inflazione. Al culmine del ciclo economico prende avvio la fase di rallentamento. Il pericolo dell'inflazione viene contrastato con l'innalzamento dei tassi d'interesse, mentre la crescita della domanda di beni e servizi inizia ad appiattirsi, provocando il decremento degli investimenti da parte delle imprese e la produzione industriale inizia ad affievolirsi. I tassi di crescita registrano variazioni sempre più contenute e la redditività aziendale inizia a contrarsi. L'economia si avvia a questo punto verso la fase di recessione. Si riduce la produzione e, conseguentemente, l'occupazione, il reddito e la domanda di beni e servizi. La crescita dell'economia si riduce fino a contrarsi e l'inflazione ritorna a bassi valori. Ciò permette una nuova politica espansiva tramite bassi tassi d'interesse tesi a stimolare la congiuntura economica.

È abbastanza frequente sentir dire che le variabili macroeconomiche sono in stretta relazione con l'andamento dei vari mercati. Si ritiene che alcune variabili abbiano un'influenza positiva (ad esempio il mercato del lavoro sul mercato azionario), altre un'influenza negativa (un aumento dell'inflazione generalmente influisce negativamente sui risultati della borsa, anche se ciò non è sempre vero).

Nel prosieguo del capitolo verificheremo l'attendibilità di tale presupposta relazione analizzando i dati storici del mercato azionario euro-

peo degli ultimi venticinque anni. Da questo momento in poi in tutto il resto del testo il mercato denominato Europe sarà l'unico parametro di riferimento. Tutte le analisi verranno svolte rifacendosi a tale mercato. Questa scelta è stata fatta per non appesantire troppo i concetti che, in linea di massima, sono validi anche per le altre zone geografiche. In questo modo vengono presi in considerazione i paesi a noi più vicini e la cui conoscenza è più approfondita e si ottiene una qualche diversificazione valutaria visto che in tale area sono inclusi anche Paesi non facenti parti dell'euro. Non è detto che i risultati che si potranno raggiungere con l'analisi dell'area Europe possano automaticamente essere estesi anche alle altre aree geografiche. Ogni zona ha sue specifiche caratteristiche e, presumibilmente, necessita di una specifica verifica.

Dopo tale premessa passiamo a considerare i dati effettivi: la verifica dell'esistenza di una qualche relazione positiva tra economia e mercati finanziari verrà fatta empiricamente considerando la variazione annua del PIL dell'area Europe, presa trimestralmente in quanto i dati vengono generalmente forniti con tale periodicità, e la variazione nello stesso periodo di riferimento del rendimento annuo dell'indice STOXX EUROPE 600, che comprende seicento titoli azionari dell'area, nella versione Total Return Net (comprensivo quindi dei dividendi netti).

Il Prodotto Interno Lordo (PIL) o, in inglese, GDP (*Gross Domestic Product*) rappresenta il valore complessivo dei beni e servizi finali prodotti all'interno di un paese in un certo intervallo di tempo, generalmente l'anno). Il PIL può essere anche definito come il valore della ricchezza o del benessere di un paese.

Si parla di prodotto in quanto il PIL misura il valore dei beni finali prodotti, interno perché la definizione e il calcolo del PIL prendono in considerazione il valore finale dei beni e dei servizi prodotti internamente ad un determinato paese (indipendentemente dalla nazionalità di chi li produce).

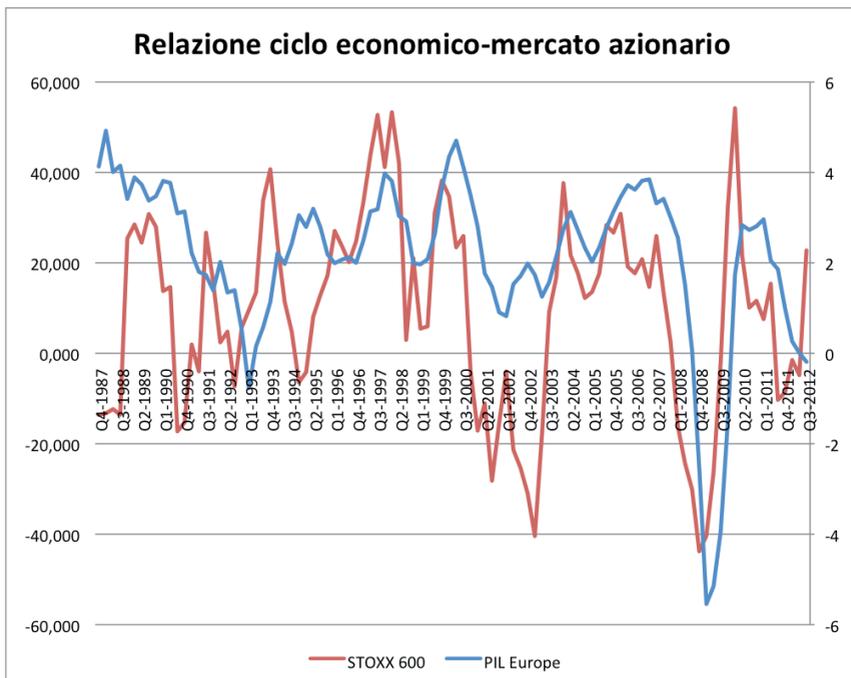
Il termine "Lordo" invece fa riferimento al fatto che il PIL è al lordo degli Ammortamenti.

Il PIL può quindi essere inteso come una buona stima dell'andamento dell'economia di una determinata area.

Con un numero fissato di 600 componenti, lo STOXX Europe 600 Index rappresenta società a grande, media e piccola capitalizzazione di 18 paesi della regione Europea: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Islanda, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito. Tale indice può quindi considerarsi una buona rappresentazione del mercato azionario europeo.

Nella figura seguente è rappresentato l'andamento della variazione annua del PIL dell'area Europe e la performance annua dell'indice azionario STOXX EUROPE 600 (a dx asse del PIL Europe, a sx asse del STOXX EUROPE 600)

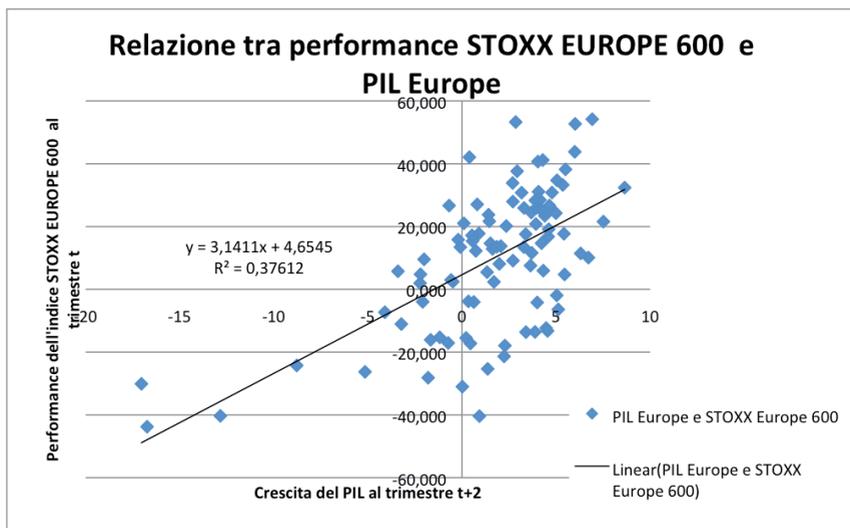
Grafico 1



Come si può facilmente osservare, i punti di inversione della performance annua dell'indice STOXX EUROPE 600 (i punti di minimo e di massimo della curva rossa) hanno molto frequentemente anticipato altrettanti punti di inversione (i punti di minimo e di massimo della curva blu) della crescita annua del PIL della zona Europe.

Anche l'analisi di regressione realizzata sul medesimo campione di dati e schematizzata nel grafico seguente dimostra come la performance annua dell'indice STOXX EUROPE 600 spiega, in modo statisticamente significativo (indice R2 quasi pari al 40%), la crescita economica europea nei sei mesi successivi.

Grafico 2



Se ne deduce che il mercato azionario della zona europea anticipa mediamente di sei mesi la crescita economica annuale nella stessa regione.

La relazione individuata tra andamento dei mercati azionari e ciclo economico ci dice che è molto comune che la performance dell'indice azionario raggiunga un minimo e un massimo prima che questi vengano raggiunti dal tasso di crescita del PIL. Guardando al nostro campione rileviamo che tra il punto di inversione della performance azionaria e quella del tasso di crescita del PIL trascorrono generalmente sei mesi (due trimestri).

La tendenza dei mercati azionari, perlomeno dell'indice STOXX Europe 600, è quella di anticipare l'andamento del ciclo economico. Questo comportamento spiega, ad esempio perché i listini azionari scendano

dai massimi quando l'economia è ancora in espansione e risalgano dai minimi quando il ciclo è ancora in una situazione di recessione.

Può essere d'interesse cercare di capire la capacità dei mercati azionari di anticipare l'economia reale. Alcuni, considerando, ad esempio, le condizioni presenti quando la crescita economica si avvicina al minimo del ciclo, quali i bassi tassi di interesse, le ridimensionate quotazioni dei titoli, e il miglioramento a medio termine delle previsioni sugli utili, giungono alla conclusione che tale scenario, favorevole ai mercati azionari, può determinarne l'inversione dell'andamento. Il risveglio del mercato azionario può, a sua volta, divenire concausa della crescita economica poiché l'incremento dei prezzi delle azioni si trasmette all'economia reale mediante tre canali:

- effetto ricchezza: i patrimoni dei consumatori crescono determinando una maggior propensione ai consumi;
- il rapporto tra valore delle imprese e costo di sostituzione del capitale (la cosiddetta "q" di Tobin) cresce incentivando gli investimenti;
- effetto di bilancio: è l'effetto positivo che l'accresciuto prezzo delle azioni esercita sui bilanci delle famiglie, delle imprese e delle banche. Famiglie e imprese che detengono azioni i cui valori sono accresciuti accederanno, grazie all'aumentato patrimonio, più facilmente al credito e potranno così incrementare, rispettivamente, consumi e investimenti. Le banche che detengono azioni vedranno i propri coefficienti patrimoniali migliorare e, conseguentemente, potranno espandere la concessione di crediti.

Speculari ragionamenti possono spiegare perché verso il massimo del ciclo economico i mercati azionari possono invertire la tendenza anticipatamente rispetto al ciclo stesso.

Sembra comunque, per diverse ragioni, altamente improbabile che l'andamento del mercato azionario possa influenzare l'andamento

dell'intera economia. Sia l'effetto ricchezza, sia l'effetto "q", sia l'effetto di bilancio hanno poca sensibilità al variare dei prezzi delle azioni. È molto più probabile che sia l'andamento di un insieme di fattori quali tassi d'interesse, inflazione, disoccupazione e PIL stesso a modificare le attese degli operatori di mercato, che tenderanno ad anticipare i rialzi, spesso anche errando, in attesa che gli iniziali sintomi di cambiamento si trasformino in un solido trend.

Comunque sia l'ipotesi di un mercato azionario che incide sulla crescita economica sia la sua negazione sono teorie tutte da dimostrare.

Quello che è certo è che, qualunque sia la causa, vi è una stretta relazione tra ciclo economico e andamento dei mercati finanziari.

Vedremo nel prossimo capitolo come la teoria interpreta i cicli economici e quali sono gli elementi che si ritengono maggiormente esemplificativi del fenomeno.

## **Gli elementi che incidono sui trend dei mercati**

Sarebbe semplicistico, ma soprattutto errato, ritenere che i cicli economici si susseguano in modo pedissequo come fotocopie. Ogni ciclo presenta caratteristiche, durate e intensità diverse, senza considerare che in un contesto di economia globalizzata gli eccessi di una sofisticata e incontrollata speculazione finanziaria, piuttosto che il default di qualche Paese con i conti pubblici fuori controllo, possono comprometterne il fisiologico decorso, arrivando a minare in assenza di adeguati e tempestivi interventi concertati dai governi delle principali economie, l'intera stabilità economico-finanziaria mondiale. Tuttavia, scongiurati gli scenari apocalittici, è pur vero che una bolla finanziaria può nascere, espandersi e scoppiare soltanto se alla base vi è un'attività economica: *new economy* o immobiliare che sia.

E naturalmente non bisogna confondere i cicli economici con l'andamento della borsa, la quale, dell'economia rappresenta solamente un aspetto. Le ricerche dei cicli muovono dall'osservazione di variabili macroeconomiche come crescita del reddito, produzione, prezzi e tassi d'interesse. L'intersezione di fenomeni congiunturali diversi può dar luogo a fasi in cui l'economia è complessivamente in salute, oppure depressa: l'andamento dei mercati finanziari ne rappresenta una semplice conseguenza.

Abbiamo visto che il ciclo economico viene generalmente scomposto in 4 fasi, cui corrispondono diversi umori psicologici e quindi comportamenti diversi da parte degli individui: tali fasi sono la crescita, la recessione, il periodo di stabilità e la depressione.

Nella prima fase l'inflazione gioca un ruolo importante ed accompagna la crescita. Questo è un periodo in cui il benessere si diffonde, ad esempio sotto forma di risparmio e di accumulo di ricchezze. Aumen-

tano l'occupazione e i salari, nuovi prodotti e bisogni vengono diffusi e la tecnologia migliorata. L'aumento della produzione e del volume dei beni richiede una maggiore velocità della moneta contribuendo a spostare i prezzi su un livello più alto.

Quando il limite di questo trend sopraggiunge comincia la prima fase di inversione, in cui la parte di capitale che prima veniva destinata all'investimento e al risparmio, viene impiegata tutta in consumi, creando una distribuzione dei beni prodotti che a sua volta tende a saturare il mercato. Contestualmente l'inflazione comincia a mangiare parte dei profitti e si instaura una fase di recessione inflazionaria.

Questa fase è in grado di orientare l'umore di una popolazione per diversi anni successivi. Si comincia a cercare la stabilità. Di qui lentamente e selettivamente si fanno strada determinati settori e idee innovative che successivamente si trasformano in euforia, torna il desiderio di consumo ed aumenta l'indebitamento: questa è la fase più feconda all'insorgere di bolle speculative, le quali danno il colpo finale ad un'economia già di per sé drogata.

A questo punto la fase che segue ha tutte le premesse per essere negativa. L'accumulo esasperato di benessere costringe l'economia ad una fase di austero ritracciamento costituita da un periodo di collasso (tre anni) e una lunga fase di contrazione economica. Questo è l'unico modo che l'economia ha di depurarsi degli eccessi precedenti.

Si vedrà, molto sinteticamente, come la teoria economica cerchi di spiegare la dinamica del sistema economico e di quello finanziario.

Numerose teorie e studi sono stati svolti per interpretare l'evoluzione del sistema economico. Tali teorie vengono generalmente suddivise in endogene ed esogene, a seconda che il fattore ritenuto responsabile sia interno o esterno al sistema economico.

Sostenitori delle teorie endogene, anche se con differenti modalità, sono, ad esempio, Marx, Keynes e Samuelson-Hicks.

Secondo il primo l'espansione economica e il conseguente aumento dell'offerta di lavoro inducono un miglioramento delle condizioni salariali. Tali benefici fanno aumentare i costi del sistema e ridurre i profitti che comportano una riduzione degli investimenti e, quindi, una nuova fase di recessione.

Secondo Keynes sono invece le aspettative ad influenzare la domanda di investimenti: quando queste sono positive si incrementa la domanda di beni capitali, ciò genera un aumento dell'occupazione e, conseguentemente, una ripresa della domanda di beni di consumo.

Per Samuelson-Hicks nella fase di espansione economica è l'incremento dei consumi a determinare il susseguente aumento degli investimenti necessari alla produzione di quei beni e quest'ultimo sviluppo ha un effetto moltiplicatore della crescita rispetto all'incremento nella produzione dei beni di consumo. Se la crescita dei consumi non continua si induce una fase depressiva in quanto non viene stimolata la domanda di beni d'investimento.

Dalla rassegna di queste teorie sembrerebbe quindi che l'economia reale avesse vita separata e autonoma rispetto al mondo finanziario e che caso mai fosse quest'ultimo ad essere influenzato dall'evoluzione del sistema economico.

Le teorie esogene, al contrario, generalmente ipotizzano che siano fattori esterni al sistema economico a provocare fasi di boom e di crisi. Secondo la scuola economica di Chicago sono i mutamenti della quantità di moneta a indurre aumenti e riduzioni del livello dei prezzi e quindi i cicli economici. Altri sostengono invece che sono le istituzioni pubbliche, modificando i tassi d'interesse e le disponibilità di credito bancario a indurre fasi di boom e, successivamente, fasi di depressione

che rappresentano fasi di aggiustamento dell'economia a correzione delle interferenze esterne.

Ma la scuola che più ha approfondito le modifiche del sistema economico indotte da elementi esogeni è la scuola austriaca. Anche in questo caso sembra essere l'influenza statale nel libero mercato a creare instabilità nella sfera produttiva.

Secondo tale scuola non possono essere i mutamenti dei dati economici sempre in continua evoluzione, quali i gusti dei consumatori e l'evoluzione tecnologica, a provocare le crisi e a indurre in errore quasi tutti gli imprenditori. Le cause non possono che essere esterne al mercato e tale teoria le identifica nell'espansione oltre misura del credito (pseudo moneta) alle imprese senza che vi sia un effettivo aumento del risparmio. Tale maggior credito rende redditizi nuovi progetti produttivi, prima svantaggiosi, inducendo le imprese ad aumentare la domanda di beni capitali. I consumatori però non aumentano nella stessa misura la propensione al risparmio necessaria per finanziare una maggior crescita. L'insieme di questi comportamenti determina una fase di eccessiva crescita. Aumentano i prezzi dei beni capitali, quelli dei fattori produttivi impiegati, quali salari e interessi, e quelli dei beni di consumo. Ai nuovi investimenti, vista la carenza di risparmio reale, vengono a mancare le risorse per finanziare i beni capitali e risultano quindi non più profittevoli e devono essere liquidati. Il sistema si trova quindi ad aver destinato tramite le autorità monetarie risorse fittizie a impieghi inutili. Ad un certo punto i consumatori ristabiliranno la proporzione desiderata tra consumi e investimento e ciò darà il via alla crisi che continuerà fino a quando il sistema produttivo non avrà adeguato la propria struttura alle richieste dei consumatori.

Evidenza empirica di tale teoria può essere considerata la crisi del '29: negli anni precedenti il sistema bancario americano aveva infatti aumentato i finanziamenti alle aziende di quasi il 50% senza che a ciò corrispondesse un maggior risparmio dei consumatori.

Per illustrare come la finanza può influire sull'economia reale non c'è miglior esempio di quello della "grande crisi", quella attuale, che spesso viene identificata con il fallimento di Lehman Brothers, anche se essa ha radici molto più lontane. Addirittura il suo inizio si può far risalire alla radicale riforma bancaria del novembre 1999 introdotta con il Gramm-Leach-Bliley Act, che deregolamentò il sistema finanziario USA. Con esso furono limitati i controlli su banche d'investimento e istituti di credito ipotecario. L'anno seguente l'opera venne continuata, sempre dallo stesso Gramm, deregolamentando i derivati, in particolare i famigerati CDS, con l'introduzione del "Commodity Futures Modernization Act" e infine completata con il boom, a partire dal 2002, delle cartolarizzazioni dei mutui, che, senza più controlli grazie alle deregolamentazioni precedenti, permisero alle banche di finanziare indiscriminatamente e oltre ogni limite qualsiasi tipo di mutuo, in quanto i rischi venivano trasferiti agli investitori. Da una parte, quindi, rimasero le ricche commissioni alle banche, dall'altra la carta straccia agli investitori. Ma senza spingersi così lontano vediamo come la crisi ha potuto evolversi dal momento in cui si sono sentiti i primi scricchiolii.

Conseguentemente alle scelte politiche viste in precedenza e con la motivazione di permettere a tutti, indistintamente, di avere una casa propria, si è assistito ad un incremento esplosivo dei finanziamenti e quindi dei debiti. Grazie ad una vigorosa e continua crescita dei prezzi degli immobili che venivano ipotecati veniva finanziato di tutto: spese per viaggi, acquisti di automobili, abbigliamento di lusso ecc. Tanto che nel 2007 il rapporto tra debito e reddito era divenuto negli USA pari al 130%.

Una volta che i prezzi delle abitazioni hanno cominciato a diminuire (ma il valore dell'indebitamento no) sono venute a mancare le fondamenta del debito. Le banche non hanno più potuto finanziare nuove passività, che spesso venivano concesse per poter rimborsare i precedenti impegni in una spirale distruttiva, e sono iniziate le prime sofferenze

e i primi pignoramenti. Il contestuale aumento dei tassi ha mandato in crisi le famiglie a basso reddito che non sono più riuscite a rimborsare le rate. A giugno 2008 il tasso di insolvenza sui mutui subprime (quelli concessi ai clienti meno affidabili) si attestava al 37,44% dei mutui erogati nel 2005, al 40,28% per quelli erogati nel 2006 e al 29,28% per quelli del 2007. Calano bruscamente i consumi privati e ciò induce un rallentamento dell'economia. La globalizzazione, attivata anche tramite le cartolarizzazioni che hanno impacchettato e distribuito in tutto il mondo i rischi dei mutui subprime e non solo, permette la diffusione della crisi al di fuori degli USA. Si blocca perciò il mercato delle cartolarizzazioni e ovunque, per paura del contagio o per fare cassa, vengono vendute, o meglio svendute, obbligazioni corporate. È l'inizio della fine. Le banche, piene di obbligazioni cartolarizzate acquistate a leva (cioè indebitandosi), a fronte del crollo dei prezzi non possono più mantenere gli impegni presi. Crolla Lehman Brothers e si innesca una crisi di fiducia che porta le banche a non fidarsi più una dell'altra. La crisi, da finanziaria diventa economica. L'economia, già sofferente, assiste ad un improvviso rialzo dei tassi interbancari (usati spesso per parametrare i tassi debitori) e ad un improvviso credit crunch (stretta sul credito) che inasprisce la fase recessiva. Alle aziende, di fronte alla riduzione del business e all'aumento di molti oneri, non resta che la strada del licenziamento e ciò induce un'ulteriore rallentamento dell'attività economica. La crisi tipicamente finanziaria si trasforma in tal maniera in crisi economica e, grazie alla globalizzazione, in crisi economica mondiale. Nessun paese ne rimane escluso. È importante sottolineare che di segnali di avvertimento ce n'erano stati: curva dei tassi invertita, rallentamento economico rilevato dagli indicatori anticipatori ecc. Il problema è che queste indicazioni non sono state colte, solo alcuni hanno mandato moniti rimasti però inascoltati dalle competenti autorità. I mercati dopo i primi sussulti hanno continuato a crescere.

Alla luce di quanto esposto, delle varie teorie e delle evidenze reali, sembra arduo e complicato capire quali elementi influiscono sull'andamento del ciclo economico e come, conseguentemente, questi vengono interpretati dai mercati finanziari. Ancora più difficile è scorgere il crearsi di bolle speculative e anticiparne le conseguenze e il loro scoppio.

In generale si può dire che i dati economici e finanziari che influiscono sull'andamento dei mercati finanziari sono molteplici: PIL, inflazione, costo del denaro, costo del lavoro, consumi, investimenti, disoccupazione, indici di fiducia dei consumatori e delle imprese, esportazioni e importazioni, politica monetaria e politica fiscale sono tra le più importanti variabili economiche e hanno un peso determinante sul trend del mercato azionario.

L'impiego di strumenti matematici, statistici ed econometrici, per quanto sofisticati, non riescono da soli a spiegare il complesso eterogeneo di cause capaci di gonfiare una bolla sotto gli occhi di tutti, né possono da soli documentare i mutamenti culturali, demografici e sociali che pur sembrano aver giocato un ruolo di primo piano negli sviluppi recenti del mondo della finanza. Sono necessarie anche indagini di natura sociale, psicologica, storica, politica oltre che analitico-finanziaria ed econometria per giungere ad una aggiornata diagnosi dei mercati finanziari e poter individuare, considerando anche i nuovi connotati tecnologici dell'economia, i sintomi più significativi di una bolla speculativa, facendo delle considerazioni plausibili in merito alle prospettive legate alla borsa per i prossimi anni. Aspetti sociali e culturali hanno costituito nell'ultimo mercato rialzista (fine millennio), la culla della speculazione più sfrenata.

Per capire che cosa muove le valutazioni del mercato attuale si devono analizzare lunghe serie di dati, in grado di definire i limiti all'interno dei quali questo fenomeno empirico si manifesta, e i comportamenti tipici che questo esibisce, di modo di poterli racchiudere in un mo-

dello. La storia economica è in grado di fornire un ritratto molto utile alla comprensione dei mercati, anche se bisognerebbe poi saperlo interpretare. Un investitore attento infatti, dovrebbe essere in grado di dire in quali casi il mercato abbia fatto la storia, e in quali casi l'abbia subita e, ancora, quali comportamenti siano da ritenersi fisiologici e quali patologici.

Nei principali episodi speculativi degli ultimi secoli è stata rilevata la presenza di caratteristiche ridondanti, come le espansioni monetarie o la diffusa sensazione di trovarsi in una nuova era. Eppure ogni volta che lo sviluppo e l'innovazione sembrano proiettare l'uomo in un futuro rivoluzionario e svincolato totalmente dal passato, la storia torna a ripetersi con le sue recessioni, le disoccupazioni e le inflazioni.

Se, quindi, è difficile individuare la/le causa/e della creazione di una determinata bolla e del suo successivo scoppio, più facile è capire quali sono i fenomeni più rilevanti che incidono sulla situazione economica e conseguentemente sui mercati finanziari; passeremo in rassegna i principali:

**L'inflazione.** È il primario elemento destabilizzante: da un lato costituisce il fenomeno verso il quale si indirizzano gli sforzi maggiori della politica economica, dall'altro è uno dei fattori considerati discriminanti da parte degli investitori internazionali nella scelta dei mercati nazionali e dei settori nei quali investire. Saper prevedere il livello tendenziale dell'inflazione significa quindi saper valutare le effettive potenzialità di crescita dei mercati finanziari di un paese. Le statistiche sull'inflazione forniscono dati che vengono interpretati in modo sostanzialmente univoco sui mercati obbligazionari, azionari e valutari. L'inflazione è nemica dei mercati, perché crea incertezza, difficoltà di rappresentazione della realtà, effetti distorsivi sulle regole di mercato. Inoltre diminuisce i rendimenti reali delle attività finanziarie. L'effetto è soprattutto negativo, sull'obbligazionario e l'azionario, a causa delle politiche monetarie che le autorità mettono rapidamente in atto per

fronteggiarla (restrizioni nella liquidità e aumenti dei tassi di interesse), politiche che hanno effetto negativo sui prezzi dei titoli.

Sul mercato valutario incide anche la perdita di competitività delle merci esportate, in grado di causare peggioramenti nella bilancia commerciale che, se si protraggono nel tempo, indeboliscono la valuta nazionale. A livello di mercati delle materie prime il diffondersi dell'inflazione nel mondo segnala un surriscaldamento della crescita e consente ai prezzi di salire, anche se l'effetto non è rilevante. Spesso la relazione causa-effetto si inverte. Aumenti dei prezzi delle materie prime possono essere causa di pressioni inflazionistiche da costi.

Il PIL: esprime il il reddito totale che l'insieme dei fattori produttivi del paese consente di realizzare in un dato periodo. Il PIL è quindi il metro di misura della crescita reale del paese. È l'indicatore sintetico di crescita economica più utilizzato. Viene pubblicato su base trimestrale. Il dato definitivo viene fornito con 3 mesi di ritardo, ma è preceduto da due stime preliminari mensili. Il suo andamento ha un forte impatto sui mercati obbligazionari ed azionari. Sui primi un aumento del PIL viene visto male, specialmente se a ritmi troppo sostenuti, poiché può portare surriscaldamento dell'economia e aumento dei tassi di interesse, che hanno direttamente un impatto negativo sulle quotazioni.

Sull'azionario invece la relazione è positiva, poiché l'aumento del PIL dovrebbe comportare aumento degli utili aziendali e quindi dei prezzi dei titoli. Ovviamente una espansione economica eccessiva può condurre ad inflazione, per cui in tal caso la relazione si inverte. Sul mercato dei cambi la relazione non è marcata, ma è generalmente diretta, poiché una maggior solidità economica (ovviamente rispetto al paese della valuta con cui ci si confronta) dovrebbe attirare capitali, con conseguente rivalutazione del cambio. I prezzi delle materie prime dipendono dalla domanda, che cresce al crescere dell'economia mondiale, per cui la relazione è diretta. Siccome il PIL è un indicatore complessi-

vo che inoltre viene calcolato con un certo ritardo, si punta l'attenzione anche su altre variabili che riflettono particolari componenti del PIL.

Alcune di esse si presentano anche come indicatori leading, poiché sono in grado di anticipare la futura evoluzione del PIL. Una considerazione molto importante è che il PIL dipende dall'evoluzione della domanda aggregata (consumi + investimenti + export netto - variazione scorte). Pertanto l'analisi della componenti della domanda può indicare la possibile evoluzione del PIL.

**Tassi d'interesse.** I tassi di interesse sono la variabile economica che ha l'impatto maggiore e più immediato sui mercati obbligazionari, azionari e valutari. L'effetto è così importante che i mercati tendono a muoversi sulla base di previsioni sul futuro andamento dei tassi, anticipando così gli eventuali movimenti ufficiali. Normalmente accade che i mercati si muovano sulla base dell'aspettativa del movimento dei tassi, al punto da scontare quasi completamente le decisioni di politica monetaria prima che queste vengano prese.

A volte accade addirittura che, quando la variazione dei tassi diventa ufficiale, essa non abbia più impatto sui mercati, poiché l'impatto è avvenuto in anticipo. Le relazioni sono generalmente diverse sul mercato obbligazionario rispetto a quello azionario. Sul primo l'aumento del tasso di interesse di mercato provoca la discesa delle quotazioni dei titoli a reddito fisso, poiché la cedola fissa, per aumentare il rendimento e portarlo ad un livello adeguato ai nuovi tassi, deve rapportarsi a quotazioni inferiori. Sul mercato obbligazionario a reddito fisso vale infatti la seguente relazione:

$$\text{Rendimento} = \text{Tasso nominale} / \text{Quotazione}$$

Essendo fisso il tasso nominale espresso dalla cedola, l'aumento del rendimento può ottenersi soltanto deprimendo la quotazione. Sul mercato azionario l'aumento dei tassi, oltre che riflettersi negativa-

mente sui bilanci delle imprese tramite aumento degli oneri finanziari, crea la convenienza nella massa dei risparmiatori, ad orientare i propri investimenti verso i mercati obbligazionari che offrono maggiori rendimenti, a scapito dell'investimento azionario. Ciò produce uno spostamento dei flussi di investimento che penalizza l'azionario.

Tale relazione generalmente si inverte qualora il tasso di crescita dei tassi d'interesse sia inferiore a quello previsto per il tasso di crescita degli utili. In questo caso, infatti, la robusta crescita economica più che compensa gli aumentati costi di finanziamento. Ovviamente il contrario capita quando i tassi di interesse vengono ridotti.

Sul mercato valutario un aumento dei tassi di interesse reali (cioè al netto dell'inflazione) che avvenga in un solo paese provoca variazioni positive nei movimenti di capitali che tendono ad entrare attratti dai maggiori rendimenti. Ciò dovrebbe condurre ad un apprezzamento del cambio. Questi movimenti sono però in parte compensati da possibili uscite di capitali stranieri precedentemente investiti sull'azionario, per cui l'effetto può essere diluito.

Non esistono dati in grado di anticipare l'andamento dei tassi di interesse, essendo questo del tutto dipendente dalle decisioni delle Banche Centrali di ogni paese. I mercati si affidano all'interpretazione dei dati macroeconomici ed all'attenta lettura dei discorsi delle Autorità Monetarie, tentando in tal modo di prevederne le mosse future. Molto attese sono le riunioni dei comitati esecutivi delle Banche Centrali (riunione del FOMC in USA), dove vengono ufficialmente prese le decisioni sui tassi ufficiali.

***La variazione del tasso di disoccupazione.*** Il mercato del lavoro è ugualmente un indicatore economico chiave che influenza i mercati azionari. Questo si riferisce essenzialmente al tasso di disoccupazione. La percentuale del tasso di disoccupazione in un paese riflette lo stato economico di una nazione. In sostanza, quando un paese si tro-

va in una fase di decrescita economica, molte società diminuiscono la propria forza lavoro e impongono un blocco delle assunzioni. Questo porta ad un maggiore tasso di disoccupazione e ad una diminuzione dei consumi e ciò ha un impatto negativo sui mercati azionari.

**La dinamica salariale.** Un'accentuata crescita salariale influisce negativamente sui mercati per due ordini di ragioni: da una parte, attraverso la struttura dei costi aziendali, riduce i profitti contraendo le disponibilità all'investimento, dall'altra, se gli aumenti dei costi dei fattori produttivi ricadono sui prezzi di vendita, essa favorisce l'aumento dell'inflazione.

**La politica monetaria, sia interna sia esterna.** Notevole influenza sulla crescita economica e, conseguentemente, sui mercati finanziari hanno le attività delle Banche Centrali. La politica monetaria è rivolta in prima istanza a regolare gli impulsi inflazionistici insiti nel sistema, in particolare nelle fasi di espansione, ma anche, nelle fasi di crisi, a fornire liquidità al sistema. Grande importanza riveste non solo la Banca Centrale Europea, ma anche la FED (la banca centrale statunitense) capace di condizionare fortemente le tendenze monetarie di tutti i paesi del mondo.

**La dinamica del cambio.** La valutazione della stabilità finanziaria di un sistema economico in rapporto agli altri è notevolmente influenzata dalla dinamica del cambio. La svalutazione comporta indubbi vantaggi competitivi, migliorando i conti con l'estero, favorendo le esportazioni e contenendo la domanda di beni importati. Comporta anche svantaggi, quali la crescita dell'inflazione importata, la creazione di politiche protezionistiche e il rinvio di riforme strutturali. Tutti questi elementi incidono fortemente sulle dinamiche dei mercati finanziari.

**Il panorama politico.** Un panorama politico stabile, a parità di altre condizioni, solitamente induce a prospettive positive dei mercati finanziari. Ciò perché una solida maggioranza politica permette di af-

frontare positivamente e con maggiori probabilità di riuscita i grandi temi della finanza pubblica, della politica sociale e occupazionale, della lotta all'inflazione e questo rappresenta di per sé un messaggio positivo per i mercati e gli investitori, anche internazionali. Al contrario, una coalizione di governo alle prese con problemi di coesione interna e di consenso tipicamente è incapace di realizzare progetti di ampio respiro e, spesso, nemmeno di fronteggiare le emergenze. Come fulgido esempio si può considerare la situazione politica italiana del 2011. A fronte di impellenti necessità di riforme e di interventi immediati, a causa della litigiosità governativa e della mancanza di consenso, per lunghi mesi nulla è stato fatto provocando, per la scarsa credibilità, un veloce e consistente aumento dei tassi, in particolar modo di quelli debitori praticati alle aziende, che ha notevolmente danneggiato il nostro sistema economico. La borsa ha naturalmente registrato tali difficoltà risultando nel periodo la peggiore dei maggiori paesi industrializzati.

Vedremo nel prossimo capitolo come gli operatori del mercato finanziario hanno cercato di trarre spunto dall'analisi del ciclo economico e degli elementi che su di esso incidono per creare strumenti e tecniche allo scopo di individuare le migliori modalità d'investimento

## Il momento per investire (l'attimo fuggente)

*«Se ti piace saltare dentro e fuori dal mercato vorrei essere il tuo broker, sicuramente non il tuo partner»*

Warren Buffett

*«Il prezzo non è mai troppo alto per comprare e non mai troppo basso per vendere.»*

W.D. Gann

Nel corso del tempo sono state sviluppate diverse tecniche di analisi del market timing, cioè del momento di entrata e di uscita dal mercato, di verifica del trend in atto e di valutazione del prezzo corretto delle attività allo scopo di fornire strumenti per migliorare l'approccio all'investimento, ossia metodologie che si possono applicare per studiare l'andamento dei mercati e per cercare di prevederne il futuro percorso.

Prevedere il futuro, dono per i credenti o mistificazione per gli scettici, è un'attività che ha sempre attirato l'attenzione in tutti i campi. Non fa quindi eccezione il campo della finanza.

L'insieme dei fenomeni economici e dei relativi riflessi sui mercati finanziari appare caratterizzato da una crescente complessità; individuare e valutare opportunamente le numerose variabili in grado di influenzare l'evoluzione dei prezzi delle materie prime, le quotazioni dei valori mobiliari, i corsi di cambio e i livelli dei tassi di interesse, nonché stabilire e interpretare ogni possibile relazione tra le variabili, costituiscono attività che richiedono, qualora da esse si pretenda una concreta efficacia operativa, l'applicazione di svariate procedure

d'indagine: le più conosciute e più praticate sono sicuramente l'analisi fondamentale e l'analisi tecnica; a queste potremmo aggiungere la Random Walk Theory, l'analisi fisica e la finanza frattale e infine, l'orologio degli investimenti che è uno strumento utile per comprendere i mercati finanziari e il posizionamento da assumere in funzione del ciclo economico agevolando le strategie di investimento.

Poiché in questo libro ci si pone dal punto di vista di chi deve investire i propri risparmi faremo una rapida rassegna delle utilità che si possono ricavare e delle difficoltà che si possono incontrare nell'applicazione a scopo d'investimento di alcune modalità di analisi. Di seguito daremo quindi una breve spiegazione delle principali caratteristiche e carenze o lacune dell'analisi fondamentale e dell'analisi tecnica. Non si tratterà invece dell'analisi fisica e della finanza frattale perché molto poco diffuse e della Random Walk Theory che si basa sull'assunto dell'efficienza dei mercati, assunto che, come visto in precedenza, non sembra essere realistico. Infine si darà una breve illustrazione dell'orologio degli investimenti che, pur non essendo una teoria a se stante, ma solo una forma esplicativa dell'uso ritenuto ottimale di classi di strumenti finanziari, a determinate condizioni potrà essere utilizzato per la creazione di asset allocation dinamiche.

Spesso analisi fondamentale e analisi tecnica sono viste come contrapposte, due facce della stessa medaglia. Da una parte si crede alla razionalità dei mercati, dall'altra si supera la razionalità sulla base del principio che i prezzi scontano tutto anche l'emotività e l'irragionevolezza degli operatori.

## **ANALISI FONDAMENTALE**

L'analisi fondamentale cerca di individuare il prezzo corretto di un bene quotato (del titolo, dell'indice, della valuta ecc.) ricorrendo

allo studio dei dati di bilancio, delle dinamiche economiche, dell'evoluzione dei tassi di interesse, della bilancia dei pagamenti ecc. In altre parole si parte dalle cause per prevedere gli effetti, cioè l'evoluzione dei prezzi.

Operare sul mercato finanziario attraverso l'approccio fondamentale significa decidere di comprare o vendere un bene ufficialmente quotato, sulla base della discrepanza tra il prezzo ed il suo vero valore; ci si propone quindi di calcolare il valore teorico di un bene, che verrà assunto come base di confronto per analizzare l'ampiezza degli scostamenti tra tale valore e la quotazione espressa dal mercato.

L'analisi fondamentale consiste infatti non nell'analisi degli scambi, ma piuttosto nell'analisi dell'oggetto scambiato; non nello studio dei prezzi, dunque, ma dei fattori che determinino quei prezzi. Un bene quotato ha un proprio valore effettivo che il fundamentalista ha lo scopo di determinare. Il mercato tende ad esprimere questo "giusto prezzo" nella quotazione in modo più o meno rapido; se vengono individuate delle distorsioni, l'analista dovrà comportarsi coerentemente ed intraprendere azioni d'acquisto (vendita) se il bene è sottovalutato (sopravvalutato).

Il processo di analisi fondamentale si articola secondo diversi livelli di generalità: innanzitutto viene effettuata la cosiddetta indagine strutturale, che esamina l'ambiente macroeconomico di riferimento (analisi economica). Ricorrendo a modelli più o meno complessi, vengono interpretate e descritte le relazioni che si instaurano tra le grandezze economiche interessate.

Un secondo livello di approfondimento dell'analisi fondamentale è costituito dall'indagine particolare: all'interno di essa si distinguono poi un'analisi di tipo settoriale e di tipo aziendale. Tale studio è diretto ad identificare le potenzialità economiche, finanziarie e patrimoniali del-

la società, per operare una stima corretta dei flussi di reddito associati a quel particolare titolo azionario.

La concreta applicabilità dell'analisi fondamentale risulta molto spesso limitata; infatti:

- la validità previsiva dell'analisi fondamentale è riferibile esclusivamente al lungo periodo;
- al comune investitore i dati necessari all'analisi sono difficilmente reperibili
- la significatività dei dati dipende da una revisione continua e accurata, caratterizzata da una struttura di costi molto elevata;
- i parametri sono di solito difficilmente controllabili per la loro numerosità e variabilità e i dati forniti sono spesso manipolabili (si pensi, ad esempio, alla Parmalat, la quale per anni ha fornito dati di bilancio falsi)
- l'utilizzo dell'analisi fondamentale non è standardizzabile né reiterabile: il modello non è infatti utilizzabile per qualsiasi mercato a motivo della sua specificità e non può essere trasferito temporalmente per le necessarie e sistematiche esigenze di verifica e aggiornamento;
- i dati necessari all'analisi sono solitamente forniti con grande ritardo, tanto per i dati macro (ad esempio, le osservazioni relative al PIL) quanto per i dati micro (si pensi ai dati di bilancio aziendali, i cui dati definitivi sono comunicati anche sei mesi dopo la chiusura dell'esercizio)
- l'applicabilità dell'analisi non è solitamente immediata; ciò in quanto l'acquisizione dei dati avviene per tempi discreti e la loro elaborazione può richiedere tempi lunghi.

## ANALISI TECNICA

L'analisi tecnica è una tecnica usata per prevedere l'andamento futuro dei prezzi attraverso lo studio di dati di mercato storici, principalmente prezzi e volumi. Le finalità dell'analisi tecnica sono appunto quelle di identificare la direzione di un trend, riconoscere le fasi del ciclo, e di segnalare tempestivamente quanto è prossima una sua inversione; per fare ciò si avvale di una molteplicità di strumenti non solo di tipo grafico, ma anche di tipo quantitativo.

Si tratta, in termini generali, di un insieme di indicatori, definiti come funzioni di prezzi e volumi precedenti; se viene ravvisato il raggiungimento di un certo valore prestabilito come soglia, ciò segnala l'opportunità di un acquisto o di una vendita. Questa definizione corrisponde all'utilizzo di quel complesso di strumenti definiti euristici, cioè non rigorosi dal punto di vista formale, in contrapposizione ai cosiddetti sistemi statistici.

In realtà l'analisi tecnica propriamente detta si identifica proprio con i primi; si tratta di procedimenti sviluppati e raffinati negli Stati Uniti a partire dagli anni '30, che nel corso di oltre ottant'anni hanno determinato un insieme di regole che costituiscono un concentrato di esperienze operative sistematizzate di migliaia di operatori.

L'analisi tecnica ha raggiunto notevole diffusione e popolarità tra gli operatori professionali; i presupposti su cui fonda le sue previsioni sono sostanzialmente tre:

- ***Il mercato sconta tutto***; i prezzi riflettono tutte le informazioni; qualunque variabile rilevante, sia essa di carattere prettamente economico, monetario o semplicemente politico, viene istantaneamente riflessa nel prezzo di mercato. Non viene indagato su quali siano i fattori determinanti: il prezzo viene accettato come sintesi di tutto ciò che riguarda l'attività quotata. Vi sono certamente

le più valide ed eterogenee motivazioni che provocano il rialzo o il ribasso dei prezzi, ma non è indispensabile conoscerle. Poiché ognuno di questi fattori si riflette nel movimento dei prezzi (e dei volumi) di scambio, l'analisi di queste sole variabili nel tempo è sufficiente per capire ed individuare la direzione del mercato.

- **La storia si ripete;** questo secondo presupposto è di carattere psicologico, e si basa sulla convinzione che, ad uno stimolo identico, gli individui rispondano con una reazione ed un comportamento analoghi ed immutati nel tempo. Attraverso lo studio di precedenti punti di svolta del mercato, è possibile evidenziare alcuni particolari che servono ad identificare i principali minimi e massimi. L'agire umano, e di conseguenza l'andamento del mercato azionario, è estremamente complesso e non si ripete mai in modo esattamente identico; ma il riproporsi di modelli di comportamento (pattern) simili è sufficiente per permettere all'esperto di individuare i punti critici principali. Ciò sostanzialmente significa ammettere che l'andamento del prezzo passato abbia qualche possibilità di ripetersi nel futuro; questo movimento dei prezzi tende a riflettere le reazioni psicologiche dei partecipanti al mercato. È questione distinta e subordinata, quali siano gli strumenti più adatti per riconoscere e descrivere tali pattern.
- **Validità dei trend;** si assume che una tendenza nei prezzi debba essere ritenuta valida fino a che non appariranno netti segnali di inversione. È fondamentale quindi identificare, sin dal primo stadio del suo sviluppo, la tendenza che caratterizza il mercato in generale e le singole operazioni in particolare, per operare coerentemente con la direzione del trend che è stata individuata.

Per l'analisi tecnica, il prezzo è la sintesi ideale di tutte le informazioni, conosciute o meno; le cause determinanti non devono essere indagate mentre secondo l'analisi fondamentale il prezzo di mercato è frutto di

molteplici fattori che debbono essere necessariamente individuati e valutati.

Secondo i sostenitori dell'analisi tecnica, i suoi vantaggi principali sono:

- cogliere ciò che i metodi dell'analisi fondamentale non colgono, e cioè le tendenze nei prezzi delle attività quotate;
- essere un insieme di metodi di analisi immediatamente applicabile da parte di chiunque, anche non in possesso di nozioni economiche o statistiche, in quanto di tipo essenzialmente grafico, mentre l'analisi fondamentale richiederebbe una certa competenza per valutare correttamente il valore delle attività finanziarie;
- essere applicabile a qualunque mercato e a qualunque attività, purché gli scambi relativi siano liberi e non regolamentati. L'analisi fondamentale richiede invece una specializzazione dell'analista in determinati settori di attività o in particolari mercati;
- non richiedere dati di difficile reperimento o di mole elevata come per l'analisi fondamentale, ma solo dati relativi a prezzi e quantità trattate nei mercati, che sono comunemente nella disponibilità di tutti;
- fornire indicazioni immediate e legate alla quotidianità, quindi utilizzabili nell'attività di compravendita quotidiana, mentre molte caratteristiche fondamentali non sono note o lo sono a cadenza talmente dilazionata da non renderle utilizzabili per lo sfruttamento dei movimenti di mercato di più breve periodo.

Secondo i sostenitori dell'analisi fondamentale, la critica principale rivolta all'analisi tecnica è sostanzialmente la messa in dubbio dei suoi fondamenti e quindi della sua utilità pratica. Anche coloro che pure le riconoscono una certa utilità, sottolineano il fatto che quasi sempre

essa sia in grado di spiegare perfettamente ex post ciò che è avvenuto, mentre non è così efficace ex ante.

È importante sottolineare che l'analisi tecnica non nega il valore dell'analisi fondamentale, ma crede che i prezzi si avvicinino al valore intrinseco lentamente, formando dei prezzi interpretabili nelle serie dei prezzi.

L'analisi tecnica presuppone una profonda conoscenza degli strumenti utilizzati, un impegno costante e la dedizione di diverso tempo da sottrarre ad altre attività, oltre ad una notevole capacità psicologica di imparare dai propri errori e non abbandonare il campo dopo le prime, certe, sconfitte.

Cito quanto riportato in un forum da un trader:

*«La mia conclusione e mia opinione è che nel trading non ci sono segreti di nessun tipo, nessun Santo Graal, nessun sistema perfetto, ma esistono migliaia e migliaia di tecniche e sistemi più o meno buoni più o meno efficaci [...] la strada o perlomeno una strada, quella del sottoscritto per arrivare a guadagnare bene, è solo una: studiare grafici, studiare e ri-studiare osservare e osservare ore ore ore, giorni giorni giorni, anni, con passione e determinazione ferrea, bisogna sognarsi di notte i grafici, a volte fino ad odiarli anche, averli nel sangue, sentirli scorrere nelle vene [...] solo così c'è la possibilità diventino poesia, arte pura: questo è l'unico segreto del trading».*

Senza giungere a tanto, è fuor di dubbio che l'applicazione per chi vuole usare l'analisi tecnica dev'essere costante e continuamente aggiornata. È necessario valutare non solo l'andamento del mercato ma anche il "sentiment" di mercato. Uno stesso avvenimento, ad esempio un rialzo dei tassi, può essere interpretato in momenti diversi in modi diversi: positivo se lo si guarda come effetto della crescita economica, negativo se si prendono in considerazione i maggiori costi a cui il sistema sarà

sottoposto. L'evoluzione attesa dei mercati finanziari riflette due componenti di base; la prima è certamente l'effetto esercitato sulle quotazioni del mercato interessato da parte del mutamento dei fondamentali del mercato sottostante. La seconda componente attiene alla corretta interpretazione della psicologia di comportamento degli operatori attivi sui mercati finanziari. Questo orientamento degli operatori produce l'effetto che la componente psicologica nelle sue varie sfaccettature, esercita un effetto sui prezzi di gran lunga superiore a quello esercitato dal mutamento del valore oggettivo degli asset. L'ulteriore sforzo che si pone è quindi nella ricerca delle motivazioni che guidano gli operatori, delle loro reazioni a shock esterni e al mutare del "sentiment" che collettivamente hanno nei confronti del mercato e sugli effetti di questi comportamenti riflessi sulle dinamiche del mercato. E tutto ciò ben pochi risparmiatori riescono e sono disposti a farlo.

Quasi tutte le ricerche dimostrano (ad esempio Barber e Odean), inoltre, che l'eccesso di trading può essere molto dannoso alla propria ricchezza finanziaria. Ad un aumento del rischio non corrisponde, generalmente, un aumento delle prestazioni del portafoglio. I ricercatori Stanley e Danko hanno mostrato che nel caso dei milionari americani solo le famiglie che gestiscono il portafoglio mantenendo un basso turn over (frequenza di compravendita dei titoli) ottengono rendimenti superiori a quelli del parametro di riferimento, mentre coloro che effettuano compravendite frequenti non riescono ad avere risultati che coprono i costi delle transazioni

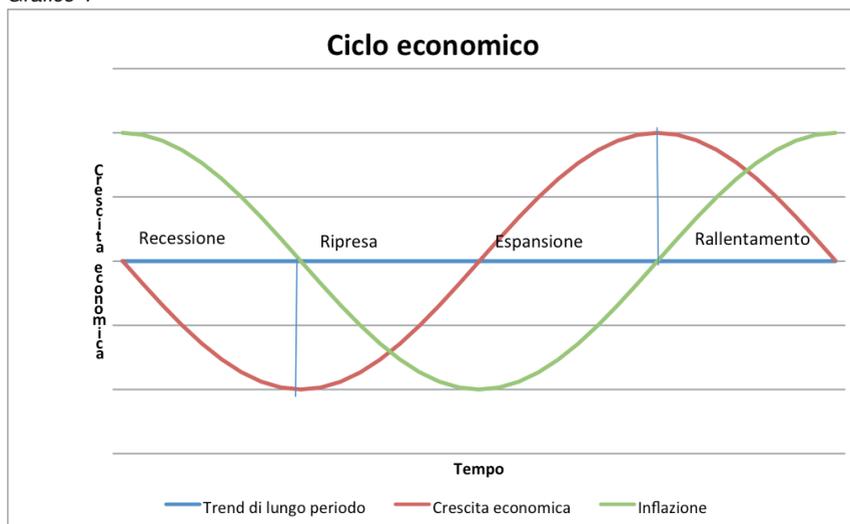
## **L'OROLOGIO DEGLI INVESTIMENTI**

Comparso per la prima volta nel 1937 sulla rivista London Evening Standard, "L'Orologio degli investimenti" permette di comprendere e analizzare il posizionamento dei mercati finanziari all'interno del ciclo economico. Esso indica a seconda della fase del ciclo economico in corso quali sono le asset class preferibili per l'investimento. Il modello

dell'orologio degli investimenti si fonda sulle due variabili economiche più importanti, ovvero la crescita economica e l'inflazione. Dobbiamo a questo punto introdurre il concetto di "output gap" (concetto che verrà ripreso in seguito), cioè la differenza tra produzione osservata e produzione potenziale. Se la differenza è positiva ( $\text{output gap} > 0$ ) ciò significa che la crescita della domanda aggregata sta superando quella dell'offerta aggregata, con potenziali pressioni sul fronte inflazionistico, il contrario se la differenza è negativa. In base al modo in cui le due variabili si combinano tra loro, vengono identificati i quattro quadranti dell'orologio che corrispondono alle fasi del ciclo: ripresa, espansione, rallentamento e recessione.

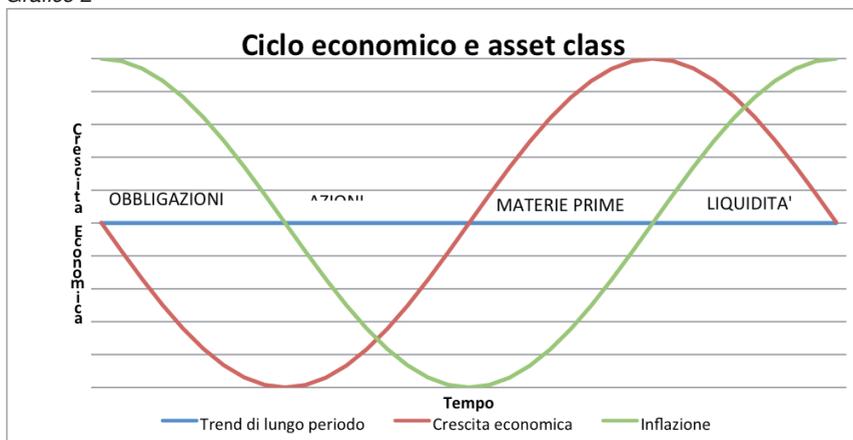
La fase di espansione è caratterizzata da una crescita osservata che raggiunge il suo massimo, mentre il punto di minimo della crescita reale viene raggiunto al termine della fase di recessione. L'inflazione ha invece, generalmente, il suo punto di minimo nella ripresa per poi aumentare fino al suo culmine, solitamente collocato all'inizio della fase di recessione (si veda grafico sottostante).

Grafico 1



A seconda della fase del ciclo l'orologio degli investimenti identifica le asset class nelle quali è più conveniente investire (si veda grafico) e quelle che con maggiore probabilità sottoperformeranno il mercato.

Grafico 2



Storicamente la migliore asset class in cui investire nella fase di ripresa è l'azionario, nella fase di espansione si privilegiano le materie prime, nella fase di rallentamento la liquidità offre un porto sicuro, mentre nella fase di recessione l'investimento privilegiato sono le obbligazioni.

L'orologio degli investimenti a dire la verità andrebbe ancora più a fondo di quanto riportato, identificando ben 12 fasi del ciclo a ciascuna delle quali è possibile far corrispondere le opzioni d'investimento migliori, ma non è nostro scopo addentrarci così tanto nella complessità dello strumento.

È sufficiente sapere che non sempre le cose funzionano in modo così automatico come indicato dall'orologio degli investimenti, spesso i rendimenti delle asset class hanno comportamenti anomali in quanto il loro prezzo può dipendere da fattori ben diversi dai due soli conside-

rati (crescita e inflazione) per cui l'investimento può non dare i frutti sperati.

Soprattutto però rimane un problema: ad una determinata fase del ciclo corrisponde una certa asset class, ma le fasi del ciclo come si possono identificare? E se si identificano, poiché, come abbiamo visto, i mercati giocano d'anticipo, non si corre il rischio di investire i propri risparmi in attività finanziarie quando ormai è troppo tardi?

Tutti gli strumenti visti danno problemi nell'applicazione pratica: l'analisi fondamentale, la reperibilità dei dati e il ritardo con cui essi vengono forniti, oltre alla complessità nell'elaborazione dei risultati; l'analisi tecnica, nella disponibilità di tempo e impegno costante, oltre ad una certa preparazione psicologica; l'orologio degli investimenti nell'identificazione tempestiva della fase corretta del ciclo e nell'incerta corrispondenza tra fase e rendimento delle attività selezionate.

Nelle pagine seguenti vedremo invece come sia semplice l'utilizzo a scopo d'investimento di alcuni indicatori resi disponibili con sufficiente tempestività al pubblico indistinto. L'utilizzo di tali indicatori non presuppone elevate conoscenze, né impegni gravosi di tempo e l'affidabilità dello strumento risulta particolarmente elevata.

## I leading indicator

Abbiamo visto in precedenza che l'economia reale e la finanza si contagiano a vicenda. In particolare, i mercati finanziari sono influenzati dal ciclo economico, o meglio, cercano di anticiparlo in base a previsioni sull'evoluzione futura dell'economia che tendono ad autoavverarsi. Le profezie che si autoavverano sono una particolare tipologia di predizioni che diventano vere perché basate su credenze condivise. Sono tipiche dei mercati finanziari: se esiste una convinzione diffusa di un crollo imminente, gli investitori spesso perdono fiducia, vendono gran parte delle loro azioni e in questo modo causano realmente il crollo.

L'investimento effettuato seguendo il ciclo economico si scontra perciò con una finanza che precede, anche sbagliando, gli avvenimenti reali. Proprio per conoscere con il massimo anticipo possibile i movimenti dei mercati finanziari sono nati gli studi sul trend con risultati non sempre soddisfacenti ma soprattutto non alla portata dell'investitore comune, per la carenza di conoscenze e per la complessità degli strumenti. L'analisi fondamentale, alternativa ma spesso anche complementare all'analisi tecnica, incontra invece l'ostacolo della reperibilità di dati veritieri e tempestivi e la difficoltà delle analisi e delle verifiche.

Alcuni indicatori, che non necessitano di alcun tipo di elaborazione e che possono quindi essere utilizzati così come forniti, permettono di superare tanto gli inciampi dell'analisi fondamentale, quanto gli scogli dell'analisi tecnica. Sono strumenti di estrema accessibilità – i valori di tali indicatori sono pubblicati periodicamente nei siti degli organismi che li calcolano – e comprensibilità – è sufficiente verificare se l'andamento dei dati successivi è crescente o decrescente – da poter essere utilizzati anche dall'investitore comune. Indicatori, sconosciuti alle masse, nati e sviluppatisi con l'unico fine di individuare in anticipo i movimenti dell'economia e mai utilizzati, a quanto ci risulta, per scopi d'investimento finanziario. Tali indici, denominati *Leading Indica-*

*tor*, cioè indicatori anticipatori, basandosi sulla considerazione che le economie orientate al mercato sperimentano reiterate e non periodiche fluttuazioni dell'attività economica, sono costruiti con complesse metodologie, ma offrono una rappresentazione finale estremamente semplice (un solo numero), per poter fornire agli analisti economici, sinteticamente, i preventivi segnali dei punti di svolta dell'economia. Dei punti, cioè, in cui da una fase di accelerazione della crescita si passa ad una di rallentamento o, al contrario da una fase di rallentamento ad una di crescita più vigorosa.

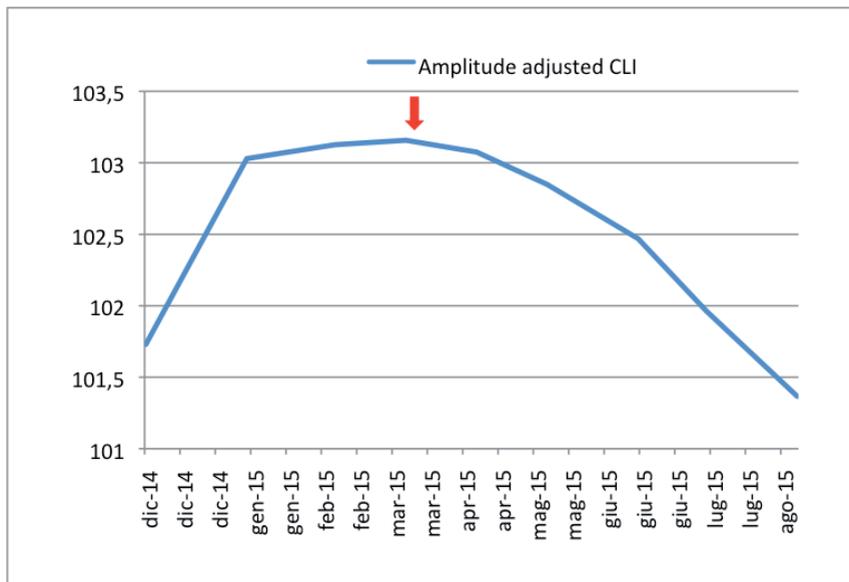
Di seguito vengono riportati come esempio i dati di un indicatore, il "Amplitude adjusted CLI", di cui in seguito approfondiremo meglio la conoscenza, pubblicati nel corso del 2011:

Giorno di pubblicazione	Periodo di riferimento	Amplitude adjusted CLI
10 gennaio 2011	nov-10	103,0295
14 febbraio 2011	dic-10	103,1265
14 marzo 2011	gen-11	103,1575
11 aprile 2011	feb-11	103,0752
9 maggio 2011	mar-11	102,8482
14 giugno 2011	apr-11	102,469
11 luglio 2011	mag-11	101,9635
16 agosto 2011	giu-11	101,3666

Nella colonna di sinistra è riportata la data di pubblicazione dell'indice, in quella centrale il periodo a cui esso si riferisce l'indice e nell'ultima il suo valore. In questo caso, in base ai dati relativi al mese di febbraio, l'11 aprile 2011 l'indice ha segnalato una probabile inversione del tasso di crescita economica o punto di svolta dell'economia (il valore di aprile è inferiore a quello pubblicato a marzo), che dovrebbe manifestarsi nella realtà nei mesi successivi. I valori continuamente decrescenti, divulgati successivamente, hanno poi confermato il dato di aprile.

Graficamente il punto di svolta dell'economia è il punto in cui la curva da crescente si trasforma in decrescente (o viceversa, nel caso di passaggio da una fase di stagnazione o recessione a una di sviluppo):

Grafico 1



Utilizzando uno di questi indicatori Paul Kasriel, direttore della ricerca economica di Northern Trust Company (citato nel 2009 dal "Wall Street Journal" e da "Forbes" come uno dei pochi economisti che avevano identificato in anticipo il formarsi della bolla immobiliare), ancora nella primavera del 2007, con gli articoli "The Inverted Yield Curve – Is It Really Different This Time?", "When The Facts Change, I Change My Model – What Do You Do?", "LEI and KRWI – It's Different This Time?", aveva segnalato una probabile recessione negli Stati Uniti, poi effettivamente manifestatasi l'anno successivo con le conseguenze che tutti conosciamo e che ancora gravano sull'economia e sulla finanza.

I più famosi indicatori anticipatori sono il Leading Economic Index (LEI), denominato anche Superindice, pubblicato mensilmente per al-

cuni dei maggiori paesi mondiali e per l'area euro dalla Conference Board, società di ricerche newyorkese; l'€-coin, pubblicato mensilmente da Bankitalia, che fornisce una stima del futuro tasso di crescita del PIL nell'area Euro; infine, il CLI (*Composite Leading Indicator*), pubblicato pure mensilmente per tutti i paesi OCSE (Organizzazione per la Cooperazione Economica e lo Sviluppo) e per varie aree geografiche. È proprio di quest'ultimo indice che ci occuperemo in questo paragrafo.

Pur se fornito in ritardo rispetto agli altri indici a cui si è accennato, esso ha caratteristiche (malleabilità nell'utilizzo, varie forme di presentazione a seconda delle finalità, estesa copertura regionale, estrema facilità di interpretazione grafica) che permettono un più semplice impiego per i nostri scopi: individuare con anticipo il trend dell'economia allo scopo di investire con il minor ritardo possibile nelle asset class maggiormente correlate con gli sviluppi del ciclo.

Senza addentrarci in profonde descrizioni delle metodologie è importante sapere che il CLI è presentato in diverse forme a seconda delle necessità di uso e di interpretazione. Di tali forme approfondiremo meglio la conoscenza in seguito. Il sistema di CLI dell'OCSE è stato sviluppato negli anni '70, e vanta quindi una storia consolidata, soprattutto come strumento per l'analisi della situazione economica attuale e futura a breve termine.

I CLI per la stima degli indici usano serie storiche di dati economici aggregati. Sarebbe naturale, visto l'obiettivo di prevedere i cicli economici, che le serie facessero riferimento al PIL. Per considerazioni pratiche, quali tempestività e frequenza nella disponibilità dei dati (ad esempio i dati di produzione industriale sono generalmente compilati su base mensile, mentre i dati sul PIL sono disponibili solo su base trimestrale) e analitiche, quali rapidità di risposta dei dati, precocità nelle informazioni fornite ecc. le serie storiche si riferiscono invece alla produzione industriale totale. Va ricordato comunque che molte attività di servizi, come i trasporti, le consegne e le riparazioni, sono

direttamente legati all'attività industriale. Queste serie di componenti coprono una vasta gamma di indicatori di breve termine quali osservazioni o pareri sull'attività economica, permessi di costruzione abitativi, dati finanziari e monetari ecc. Ciò non inficia minimamente le capacità previsionali in quanto i punti di svolta storici della produzione industriale generalmente anticipano o sono coincidenti con quelli del PIL. Le serie storiche aggregate componenti dei CLI mostrano costantemente un rapporto anticipatore, ma con fluttuazioni cicliche simili, con i cicli di crescita dei principali indicatori macroeconomici.

Dopo aver verificato che era possibile generare stime dirette del PIL continuando a fornire risultati di ottima qualità, l'OCSE ha modificato i propri indicatori e, da aprile 2012, ha assunto il Prodotto Interno Lordo come indice di riferimento. Per i nostri propositi questa modifica non sembra aver comportato particolari problematiche. L'unico effetto rilevante è il ritardo medio di due mesi con cui vengono fornite due delle tre forme, quali esse siano lo vedremo più avanti, dell'indicatore anticipatore. La forma più importante per i nostri scopi è comunque quella che non subisce ritardi nella pubblicazione.

Il processo di costruzione del CLI inizia con la pre-selezione di quelle serie di dati da inserire nell'indice che hanno fluttuazioni cicliche simili ma, fatto di estrema importanza, anticipate rispetto a quelle dell'economia.<sup>1</sup> Tra queste serie ne vengono successivamente selezionate alcune in base alla rilevanza economica e a considerazioni pratiche

---

1) Tali serie di dati possono riguardare gli indicatori che:

- misurano le fasi iniziali della produzione, quali gli ordinativi, i permessi di costruzione ecc.;
- che rispondono rapidamente ai cambiamenti nell'attività economica quali, ad esempio, la media delle ore lavorate e la variazione delle scorte;
- sensibili alle aspettative economiche, quali i prezzi dei materiali di base, o attese sull'andamento degli affari;
- per primi percepiscono i cambiamenti, quali gli indicatori relativi alla politica monetaria e al commercio con l'estero.

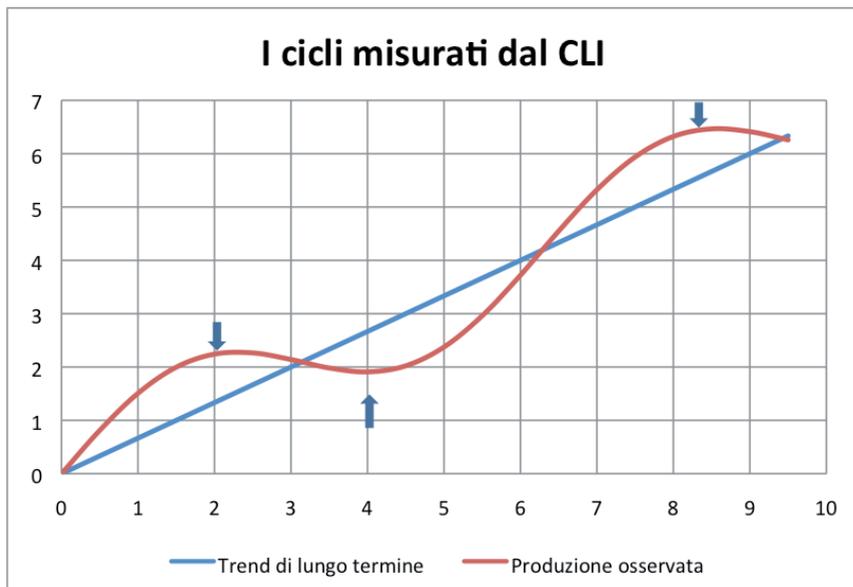
(pubblicazione delle serie con frequenza mensile piuttosto che trimestrale, serie disponibili tempestivamente e non soggette a periodiche e significative revisioni). Tali informazioni vengono poi aggregate ed elaborate con processi statistici al fine di migliorare le capacità predittive dell'indicatore e ridurre il rischio di falsi segnali, di modifiche, cioè, dell'indicatore dovute a movimenti irregolari che non trovano corrispondenza negli sviluppi successivi della produzione industriale. Il risultato finale è un numero che, confrontato con quelli precedentemente pubblicati, ha l'obiettivo di indicare con un anticipo di 6-9 mesi il probabile futuro sviluppo della crescita (o decrescita) economica. Ad ogni pubblicazione mensile tutti i dati storici del CLI sono aggiornati in base alle stime riviste del trend di lungo termine. Il CLI viene regolarmente rielaborato a causa del possibile deterioramento delle serie di dati utilizzati, quando, per esempio, le serie di dati perdono di rilevanza rispetto al ciclo economico.

In base alle caratteristiche di ciascun Paese il numero delle serie di dati utilizzate per la compilazione del CLI può variare da cinque a undici.

Il sistema di indicatori anticipatori dell'OCSE si basa su un approccio denominato del "ciclo di crescita", che misura le deviazioni dal potenziale di crescita a lungo termine (*trend*) dell'economia. I CLI sono cioè costruiti per prevedere le fluttuazioni dell'attività economica misurate come la variazione della produzione economica rispetto al suo potenziale di lungo termine. Pertanto, stimato il potenziale di lungo termine dell'economia presa in considerazione dall'indicatore, i CLI misurano le deviazioni della produzione economica dal trend. La differenza tra produzione potenziale e osservata è spesso indicata come "output gap".

Una fase di contrazione del CLI segnala un prevedibile declino del tasso di crescita dell'economia anche se non necessariamente un declino assoluto dell'attività economica (si veda figura sottostante, dove le frecce blu indicano i punti di svolta dell'economia).

Grafico 2



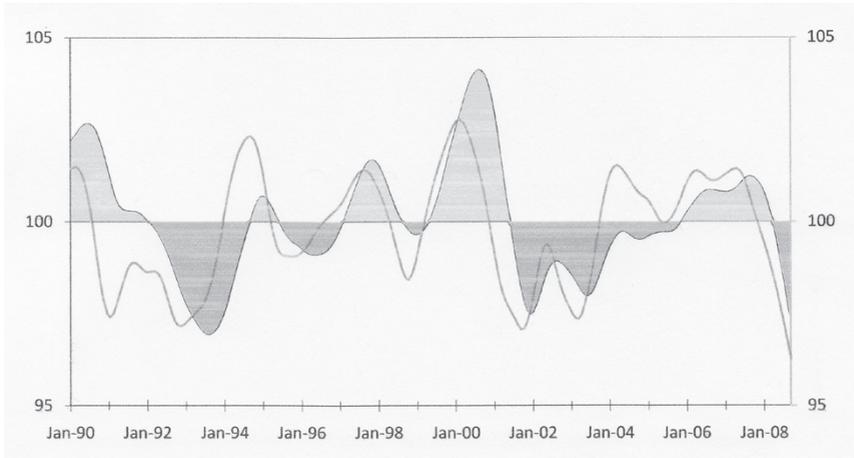
Il ciclo del CLI si contraddistingue, quindi, dai cicli classici, che sono invece definiti come una successione di periodi di espansione e recessione dell'attività economica. Picchi (massimi relativi) e depressioni (minimi relativi) dei cicli di crescita tendono ad anticipare temporalmente quelli dei cicli classici.

A questo punto le domande a cui interessa dare una risposta sono:

1. I CLI sono veramente capaci di anticipare i movimenti dell'attività economica?
2. Dalle informazioni fornite dai CLI che utilità se ne possono trarre dal punto di vista finanziario, alla luce delle relazioni viste tra i movimenti dell'economia e quelli dei mercati finanziari?

La prima domanda ha una risposta molto semplice; è sufficiente dare un'occhiata alla figura seguente costruito per l'intera area dei trentuno Paesi componenti l'OCSE per il periodo 01/1990 – 12/2008

Figura 1

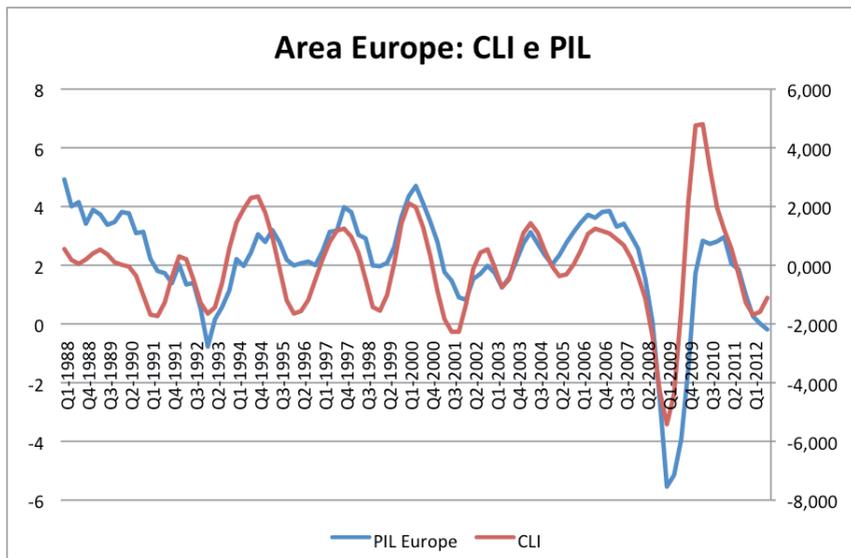


- Area chiara: attività economica superiore al trend di lungo termine
- Area scura: attività economica inferiore al trend di lungo termine
- Linea: indicatore anticipatore
- Retta del valore 100: trend di lungo termine

Confrontando i punti di massimo e di minimo della linea dell'indicatore e dell'area dell'attività economica è evidente la forte correlazione tra il CLI, rappresentato dalla linea, e la produzione industriale, con i punti di svolta dell'indicatore che precedono (mediamente di circa sei mesi) il ciclo economico.

Allo stesso modo si può osservare graficamente la stretta relazione esistente per il caso di nostro interesse, l'area Europe, tra l'indice comunicato dall'OCSE e il relativo PIL:

Grafico 3



Il grafico è rappresentativo del periodo primo trimestre 1988 – terzo trimestre 2012. La curva rossa (del CLI) è stata costruita unendo le variazioni annue dell'indicatore calcolate mensilmente, quella blu unendo i tassi di crescita del PIL europeo, aggiustato per la stagionalità, rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. Anche qui è facile notare come, con costanza, l'indicatore anticipi l'andamento del Prodotto Interno Lordo. Si osservi che nel corso del 2012 il CLI sembra indicare un punto di svolta dell'economia europea che, però, al momento di scrivere, si deve ancora verificare.

Gli ultimi dati ufficiali pubblicati a febbraio 2008 indicano per 21 Paesi Ocse la numerosità dei punti di svolta individuati e l'anticipo medio rispetto all'effettivo verificarsi con cui sono stati rilevati. Da tali

dati è stata ricavata la tabella sottostante per alcuni dei maggiori Paesi europei:

	<b>N. punti di svolta</b>	<b>Cicli extra</b>	<b>Cicli mancati</b>	<b>Anticipo medio (mesi)</b>
Francia	15	0	0	7
Germania	19	1	0	3
Italia	25	1	0	7

Il CLI fino al 2007 ha individuato per Francia, Germania e Italia rispettivamente 15, 19 e 25 mutamenti di tendenza; per la Francia tali cambiamenti coincidono esattamente con quelli realmente verificatisi con un ritardo mediano di 7 mesi. Per Italia e Germania è stato invece identificato un ciclo che non si è effettivamente realizzato, mentre tutti i cicli economici che si sono realmente completati sono stati individuati in anticipo: mediamente di 3 mesi per la Germania, di 7 per l'Italia.

Sembrano quindi dimostrate le ottime capacità previsionali del CLI.

Più complesso è rispondere alla seconda questione. La risposta verrà data in forma empirica e per questo bisogna fare un passo indietro a presentare le varie forme in cui viene proposto il CLI.

I CLI dell'OCSE vengono pubblicati mensilmente (e sono liberamente disponibili al pubblico), generalmente alle ore 12,00 del secondo lunedì del secondo mese successivo al periodo di riferimento: così, ad esempio, lunedì 12 settembre 2011 alle ore 12,00 sono stati pubblicati i dati relativi al mese di luglio 2011.

Le principali forme in cui vengono forniti i dati sono le seguenti:

“Amplitude adjusted”, “Trend restored”, “12-month rate of change of the trend restored”.

Nelle note in fondo al capitolo sono approfondite le caratteristiche delle diverse forme del CLI.

Per le nostre verifiche useremo l'indicatore "Amplitude adjusted", che è il modo più semplice di rappresentazione del CLI. Di tale forma è importante sapere che facilita le analisi dei cicli economici in quanto permette un più facile riconoscimento dei punti di svolta dell'economia. Le figure 1 e 2 precedenti utilizzano la base di dati dell'Amplitude adjusted CLI.

Per le motivazioni che abbiamo visto nella sezione *Ciclo economico e mercati finanziari*, l'analisi riguarderà l'area denominata "Europe", cioè l'insieme dei Paesi appartenenti all'euro a cui si aggiungono i Paesi europei che al progetto euro non hanno aderito.<sup>2</sup> Il confronto verrà fatto con l'indice STOXX Europe 600 Total Return Net,<sup>3</sup> l'indice azionario (comprensivo dei dividendi netti) che in buona parte si sovrappone al CLI Europe.

Nel test verificheremo, ipotizzando l'investimento di 100.000 euro ad una data iniziale, quale sarà il capitale maturato al 31/12/2011. Il confronto verrà fatto ipotizzando l'entrata e l'uscita dal mercato azionario al prezzo giornaliero di chiusura in base alle indicazioni ottenute dal CLI Europe nel momento in cui viene comunicato (circa 40 giorni dopo il periodo cui si riferisce). La regola utilizzata è molto semplice: fino a quando il valore dell'indicatore rimane superiore a quello del mese precedente (trend dell'economia stimato in crescita) l'intero importo maturato resta investito nell'indice STOXX Europe 600; qualora il valore del CLI del mese corrente risultasse inferiore a quello del mese precedente (ipotetico rallentamento economico) l'asset azionario verrà completamente liquidato e l'importo maturato messo "sotto il materasso" (a tasso zero).

---

2) Fanno parte dell'indice le serie storiche dei seguenti 22 Paesi: Austria, Belgio, Svizzera, Repubblica Ceca, Germania, Danimarca, Spagna, Finlandia, Regno Unito, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Norvegia, Polonia, Portogallo, Repubblica Slovacca, Svezia, Francia e Turchia.

3) L'indice è composto da titoli azionari dei seguenti 18 Paesi europei: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Islanda, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

La tabella seguente confronta i risultati che si sarebbero ottenuti in base a questa strategia – colonna “CLI Trend restored” – confrontati con l’investimento nell’indice azionario senza alcuna movimentazione (importo totalmente investito nell’indice azionario europeo dall’anno indicato nella prima colonna fino a tutto l’anno 2011).

100.000 euro di "Anno inizio" sono diventati a fine 2011		
Anno inizio	STOXX EUROPE 600	Amplitude adjusted CLI
1991	496.058,53	611.836,55
1992	415.293,42	630.635,32
1993	395.819,21	594.126,09
1994	250.145,41	443.886,41
1995	305.072,94	487.408,47
1996	258.699,00	478.313,61
1997	204.514,94	413.340,77
1998	146.380,19	295.845,88
1999	113.958,85	273.537,66
2000	90.796,38	216.067,40
2001	93.765,47	202.503,59
2002	109.806,18	202.503,59
2003	151.317,49	261.071,01
2004	131.469,32	225.234,37
2005	117.281,40	217.152,44
2006	92.196,34	200.454,27
2007	78.022,16	169.636,62
2008	80.160,18	153.814,64
2009	128.877,58	153.814,64
2010	99.933,43	108.866,71
2011	89.694,02	99.276,66

In ciascun periodo la strategia porta a risultati nettamente superiori a quelli del cassetista a significare la bontà delle indicazioni fornite dal CLI anche per utilizzi a scopi finanziari. Ulteriore testimonianza della forte affinità tra mercato azionario e CLI e della coerenza del percorso finora seguito risulta essere l’elevata correlazione tra le due serie sto-

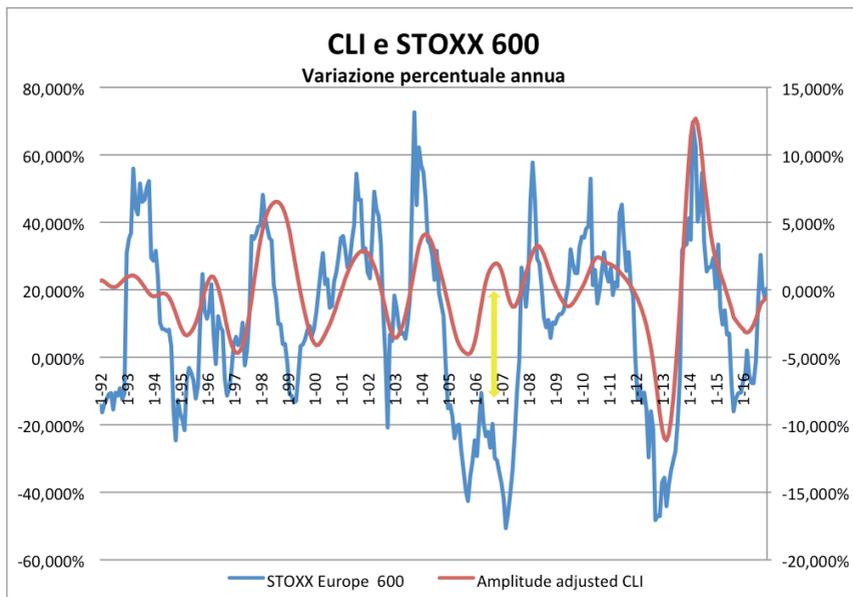
riche di dati frequentemente vicina al 90%, in particolar modo negli ultimi anni.

È inoltre da sottolineare che i risultati ottenuti utilizzando l'indicatore sono derivati da un investimento nel mercato azionario per un numero di mesi mediamente pari a circa la metà dell'intero periodo considerato (nel periodo più lungo, dal 1991 ad oggi i mesi di investimento sono stati 130 contro i 252 mesi della lunghezza dell'intero periodo) e con una volatilità decisamente inferiore.

È facile vedere anche graficamente l'elevata connessione tra le due serie di dati.

Nel grafico seguente sono rappresentate le curve delle variazioni percentuali a dodici mesi dell'indice STOXX Europe 600 e del CLI Trend restored

Grafico 4



A parte alcuni mesi dell'anno 2002, evidenziati dalla doppia freccia gialla, in cui le curve divergono (ricordate gli extra cicli di Germania e Italia?) e il leggero ritardo nel periodo '94-'96 dell'indicatore CLI, per il resto i punti di massimo e di minimo delle due curve vengono raggiunti praticamente nello stesso periodo.

Appare pertanto decisamente verosimile che le indicazioni fornite dal CLI dell'OCSE possano essere utilizzate con profitto a scopi finanziari di creazione di asset allocation dinamiche.

Perché il lettore non sia indotto da facili entusiasmi alla lettura dei precedenti dati è necessario sottolineare che anche il CLI non offre certezze, aiuta nelle decisioni del timing d'investimento ma non è infallibile. Immaginiamo di aver iniziato a seguire le indicazioni fornite dal CLI nel periodo 2000-2001: ci troveremo dopo due anni ad aver subito perdite rilevanti (più del 20%), inferiori a quelle patite seguendo passivamente il mercato, ma sempre considerevoli. Avremo allora il coraggio di continuare a credere alla bontà della nostra scelta oppure, più probabilmente, penseremo che abbiamo fatto male a fidarci dell'ennesimo indicatore "bidone"?

Mettendo in pratica le considerazioni fatte nelle sezioni *Le esigenze dell'investitore* e *La propensione al rischio*, relativi alle esigenze e alla propensione al rischio dell'investitore e che costituiscono la base indispensabile di partenza di qualsiasi progetto d'investimento, vedremo nel prossimo capitolo quali azioni mettere in atto per superare tali dubbi, evitare perdite consistenti e continuare ad avvantaggiarci delle ottime capacità previsionali degli indicatori anticipatori.

## NOTE

**LE FORME DEL CLI**

“Amplitude adjusted CLI” (CLIAA): tale indicatore è adattato per garantire che l’ampiezza dei suoi cicli sia mediamente in accordo con quella della serie di riferimento da cui è stato rimosso il trend di lungo termine (*de-trended*) al fine di far emergere le variazioni cicliche. Posto uguale a 100 la misura del trend di lungo termine, esso viene raffigurato mediante le oscillazioni attorno a tale retta (si veda la precedente Figura 1). Questa è la forma che più facilmente permette di interpretare le deviazioni dell’economia dal trend.

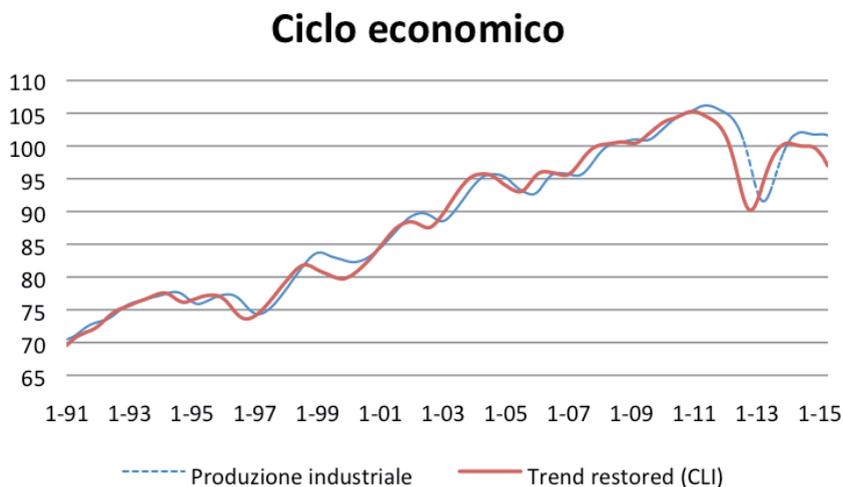
“Trend restored CLI” (CLITR): è la forma dell’indicatore comprensiva del trend di lungo termine, in cui, cioè, il trend di lungo termine è stato ripristinato moltiplicando il CLIAA per il trend della serie di riferimento. Questa forma del CLI facilita le analisi dei cicli economici classici. La restaurazione del trend altera la posizione dei massimi e dei minimi: in generale nella trend restored i massimi si verificano più tardi e i minimi prima di quanto avviene in amplitude adjusted. La formula per derivare dal CLIAA il CLITR è la seguente:

$$\text{CLITR}_t = (\text{CLIAA}_t * \text{RefSeriesTD}_t) / 10$$

Dove *RefSeriesTD* è il trend della serie di riferimento.

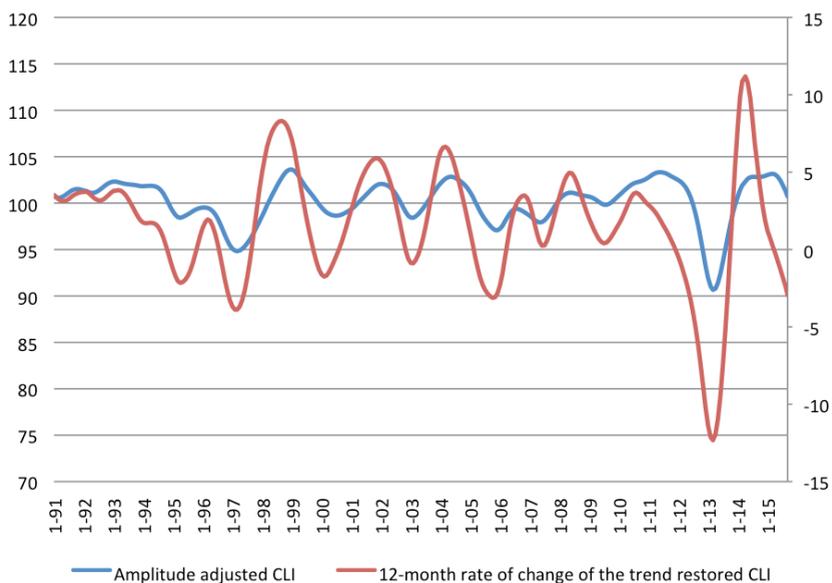
Esempio di rappresentazione grafica del CLITR è quello della Figura 2:

Figura 2



“12-month rate of change of the trend restored CLI”: corrisponde alla variazione a 12 mesi del CLITR. Le fluttuazioni di questa serie sono confrontabili con il tasso di crescita della serie di riferimento e dei punti di svolta del PIL.

Figura 3



Confronto tra rappresentazione grafica del CLIAA e del 12-month rate of change of the trend restored CLI.



# CAPITOLO 3

## *L'asset allocation*

## Come utilizzare i *leading indicator* per la creazione di asset allocation dinamiche

L'asset allocation è la fase del processo di investimento nella quale si delinea la politica di investimento di un portafoglio e implica la definizione dei pesi da attribuire a ciascuna asset class (azioni, obbligazioni, liquidità, materie prime, valute ecc.) in cui si è scelto di investire.

I vantaggi di una corretta asset allocation sono:

- un maggior controllo del rischio;
- la riduzione del rischio attraverso la diversificazione;
- l'eliminazione degli errori causati dalla componente emozionale;
- il miglioramento dell'efficienza del portafoglio.

Il processo di costruzione dell'asset allocation personalizzata, adeguata cioè alle caratteristiche di ciascun investitore, se ben eseguito è generalmente articolato e complesso e si sviluppa attraverso diverse fasi:

1. Analisi dei bisogni e delle variabili personali rilevanti:
  - età, Titolo di Studio, Professione, Reddito, Composizione familiare;
  - progetti di vita (acquisto della casa, pensione, studi dei figli ecc.);
  - altre informazioni utili a definire il profilo di investitore.
2. Definizione dell'orizzonte temporale dell'investimento.
3. Accertamento della propensione al rischio in termini di massima perdita sopportabile.
4. Determinazione della quota percentuale delle diverse classi di investimento.

5. Allocazione della quota azionaria.

6. Allocazione della quota obbligazionaria.

L'asset allocation personalizzata verrà modificata dinamicamente per cogliere le varie opportunità, scegliendo di volta in volta gli strumenti più efficienti per realizzare il portafoglio in funzione di:

- analisi della situazione economica e tecnica dei mercati finanziari;
- mantenimento del rischio entro il limite prestabilito.

Nel nostro caso, una volta individuata l'asset allocation iniziale in base a esigenze e propensione al rischio essa si modificherà, salvo cambiamenti nella psicologia e obiettivi dell'investitore, in base alle indicazioni provenienti da CLI OCSE.

Useremo l'asset allocation dinamica in back-test (cioè guardando a quello che sarebbe successo nel passato utilizzando la strategia individuata) per testare su dati storici la bontà delle indicazioni fornite dal CLI e per questo verrà costruito un portafoglio ipotetico costituito molto semplicemente da due sole asset class: azionario e obbligazionario. Il back-test è stato eseguito su un periodo di 25 anni 1987-2011 (in verità il back-test vero e proprio va dal 1987 al 2007, dal 2008 in poi i risultati ottenuti sono reali perché effettivamente frutto della messa in pratica di tale metodologia). Tale portafoglio potrà anche essere utilizzato come modello per i futuri investimenti, in quanto si cercherà di costruirlo con tutte le caratteristiche necessarie a soddisfare le esigenze di semplicità e di sicurezza di un risparmiatore.

Abbiamo visto nei capitoli precedenti la relazione che lega il PIL al mercato azionario. Il CLI fornisce una sintetica stima dell'analisi fondamentale relativa a ciascuna regione considerata. La stima dell'andamento del ciclo economico è riassunta in una serie di cifre fornite

mensilmente molto in anticipo rispetto ad altre analisi macro, non ha bisogno di elaborazioni e può essere molto facilmente implementata per la costruzione di asset allocation.

In conseguenza a quanto visto nel capitolo precedente la componente azionaria farà parte della nostra asset allocation solamente con indicazioni positive sul ciclo economico provenienti dal CLI. Nel caso contrario, in maniera drastica, la componente azionaria sarà azzerata e quanto maturato verrà riversato nella componente obbligazionaria.

Si dovrà quindi decidere quali strumenti obbligazionari dovranno far parte del nostro portafoglio.

Dobbiamo pertanto considerare che cosa succede al mercato obbligazionario al modificarsi del ciclo economico e quali relazioni esistono tra mercato obbligazionario e mercato azionario.

In uno dei lavori, applicato al mercato USA, che più dettagliatamente hanno analizzato le relazioni tra variabili economiche e quotazioni azionarie<sup>1</sup> i risultati ottenuti permettono di trarre delle solide conclusioni sulle relazioni tra tassi d'interesse e mercato azionario.

Emerge da tale studio che i tassi d'interesse rappresentano la variabile di trasmissione che più di frequente appare nelle catene causali che dalla variabile economica conducono all'indice di borsa; infatti oltre all'influenza prevalente sulle variazioni del Pil, anche per il tasso di disoccupazione si può notare una relazione positiva con l'indice azionario, spiegabile solo con le attese di riduzione (aumento) dei tassi d'interesse ingenerate da un aumento (riduzione) del numero di disoccupati.

---

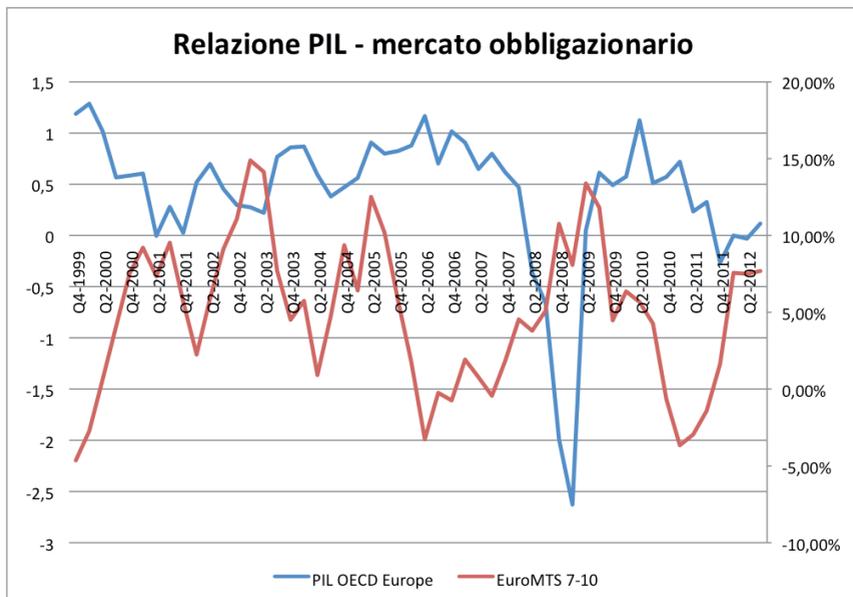
1) Bulmash S.B. Trivoli G.W. *Time-lagged interactions between stock prices and selected economic variables*, "Journal of Portfolio Management" (1991).

Vale la stessa relazione anche per inflazione, tasso di cambio, prezzo del petrolio, aggregati monetari ecc.

In conclusione, quindi, l'importanza del livello dei tassi d'interesse per l'andamento del mercato azionario non risiede solo nelle conseguenze dirette sulle quotazioni, bensì anche nelle sue caratteristiche di principale variabile di trasmissione; il mercato, come risulta da questa indagine, può rivedere drasticamente le proprie valutazioni soprattutto in relazione all'andamento del tasso d'interesse, come direttamente osservato oppure previsto in base a notizie su altre variabili, che possono fungere da segnali indiretti. Secondo questa analisi i tassi d'interesse risultano essere un elemento di trasmissione dell'influenza del ciclo economico sul mercato borsistico. Tale azione è direttamente proporzionale nel senso che ad un ciclo economico crescente corrisponde generalmente un aumento dei tassi e quindi una diminuzione dei prezzi obbligazionari, il contrario quando l'economia scivola verso la recessione.

Possiamo vedere anche empiricamente nei mercati euro la relazione che lega il PIL ai tassi d'interesse e conseguentemente ai rendimenti obbligazionari. Nel grafico seguente sono rappresentati gli andamenti dei rendimenti annui dell'indice obbligazionario EuroMTS 7-10 (scala di sinistra) e delle variazioni annue del PIL (scala di destra).

Grafico 1



È abbastanza facile notare che fino all'inizio della crisi esiste una relazione inversa (con variazioni crescenti del PIL diminuiscono i rendimenti dell'indice e viceversa) evidenziata anche dall'indice di correlazione pari a circa -63% a testimonianza di un'elevata anticorrelazione. Tale evidente relazione inversa tende a scemare, pur rimando opposta, a causa dei problemi finanziari dopo il 2009.

Le nostre scelte sugli strumenti obbligazionari da inserire in portafoglio saranno segnate dai tempi che stiamo vivendo.

A nostro avviso si può oggi parlare di un ante (ACF) e di un post (PCF) crisi finanziaria un po' come si fa in altri campi in cui ci sono avvenimenti che comportano drastici cambiamenti.

La fase ACF era contraddistinta da alcune certezze che in estrema sintesi possono essere così riassunte:

- nella selezione dei titoli obbligazionari ci si poteva basare su Patti chiari e/o valutazioni di società di rating e la scelta poteva ricadere su obbligazioni bancarie, societarie, titoli di stato o garantiti dallo stato, enti sovranazionali ecc. Era inoltre abbastanza scontato che i titoli a tasso variabile ad elevato rating potessero avere oscillazioni solo marginali e quindi garantire il mantenimento del capitale;
- fra le società quelle assicurative e bancarie sembravano comunque affidabili, anche come emittenti di obbligazioni, in quanto si pensava che l'intero sistema (purtroppo era l'intero sistema ad essere malato) sarebbe intervenuto nel peggiore dei casi al loro salvataggio;
- nella costruzione dei portafogli due erano gli elementi cardine: la diversificazione (settoriale, per paese, per emittente ecc.) e il VAR (*value at risk*), un indicatore che misura il rischio di un determinato portafoglio.

I portafogli potevano essere costituiti, totalmente o prevalentemente, da risparmio gestito per chi credeva nelle capacità di un gestore terzo, da risparmio amministrato per chi credeva nelle proprie capacità

Nella fase PCF si fa invece molta più attenzione al rischio di default, le società finanziarie, banche incluse, non sono più considerate inaffondabili e con gli stessi stati sovrani si deve utilizzare la massima attenzione. Abbiamo inoltre scoperto che anche i titoli a tasso variabile possono essere altamente volatili e apportare al portafoglio perdite notevoli. Infine il VAR, i cui limiti erano noti, viene spesso messo da parte o integrato da altri indicatori di rischio per la sua incapacità di impattare tutti i fattori di rischio rilevanti nella creazione e nel mantenimento di un portafoglio finanziario. Un portafoglio nel PCF non può che avere ampia diversificazione specialmente nel campo degli emittenti obbligazionari.

Così nella creazione della nostra asset allocation, se, ad esempio, il nostro obiettivo ha scadenza ad un anno e il nostro desiderio è di non superare in qualsiasi caso una perdita annua del 5% del nostro portafoglio nell'ACF, sarebbe venuto immediato considerare, quale componente obbligazionaria in presenza di mercati impostati al rialzo (e quindi con una presenza percentuale di strumenti azionari nell'asset allocation), l'investimento nel tasso senza rischio annuale che potrebbe essere un titolo senza cedola con scadenza ad un anno dal momento dell'investimento. Ciò avrebbe garantito, al riparo da qualsiasi rischio di mercato, il risultato a scadenza.

Nel periodo DCF si deve anche considerare il rischio emittente che potrebbe essere diversificato acquistando più titoli di diverse società con le stesse caratteristiche e scadenze prossime all'anno.

In alternativa alla diversificazione per emittente, alquanto onerosa e difficoltosa per importi non elevati, si potrebbe acquistare un ETF obbligazionario a breve termine.

Gli ETF quotati sul mercato italiano più a breve termine e che presentano una serie storica abbastanza lunga sono quelli indicizzati all'EuroMTS 1-3 anni (indice del mercato obbligazionario dei titoli di stato in Eurocon scadenze comprese tra 1 e 3 anni) che, con un rischio di mercato appena più elevato, offrono tendenzialmente un rendimento superiore a quello dei titoli con scadenza ad un anno, permettono una maggior diversificazione e un considerevole risparmio di costi.

Questa categoria di ETF è esposta a panieri diversificati di obbligazioni caratterizzate da un extra rendimento proporzionale al rischio assunto, rispetto ai titoli di stato "investment grade" dell'area euro. Questi ETF permettono di superare le problematiche di un investimento diretto che, tipicamente, è connotato da accesso difficoltoso ai titoli, liquidità limitata, negoziazione costosa, lotti minimi elevati ecc. Il lotto minimo degli ETF è 1 ETF che comporta un investimen-

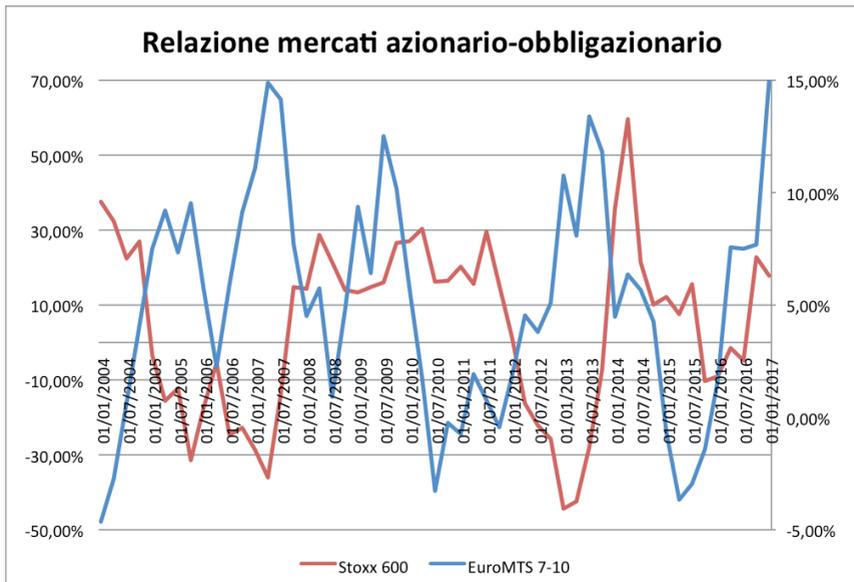
to minimo di poco più di 100 euro. Sarà questa la scelta che faremo. Con indicazioni positive del CLI avremo pertanto un portafoglio così composto:

- ETF obbligazionario EuroMTS 1-3 anni
- ETF azionario.

Ma con indicazioni negative del CLI è sufficiente liquidare totalmente la parte azionaria e trasferire il ricavato nell'ETF obbligazionario o ci conviene fare qualcosa di diverso?

Guardando al passato possiamo notare che il rendimento annuo del mercato azionario ha un andamento praticamente speculare rispetto a quello dei titoli di stato a lungo termine, qui rappresentati dall'indice EuroMTS 7-10 - indice dei titoli di stato in Eurocon scadenze comprese tra i 7 e i 10 anni - (si veda grafico sottostante, a sinistra l'asse dell'indice STOXX 600).

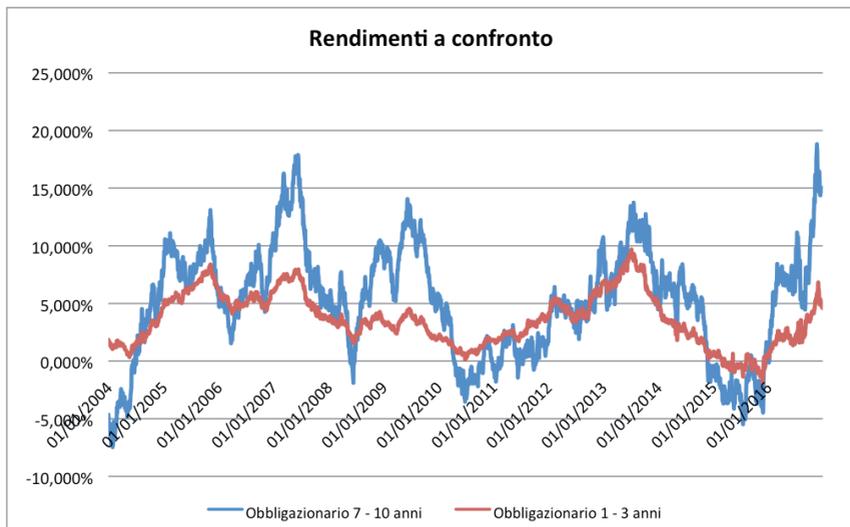
Grafico 2



Ciò significa che quando il mercato azionario tende a rendimenti crescenti, il mercato obbligazionario si comporta nella maniera opposta: i rendimenti del comparto obbligazionario tendono a scendere e aumentano pertanto i tassi. Questa relazione è abbastanza intuitiva: quando il ciclo economico è in fase di rallentamento o contrazione i tassi tendono a ridursi e i prezzi delle obbligazioni a salire a causa delle minori spinte inflazionistiche e della ricerca di maggior sicurezza; il contrario quando il ciclo è in fase di ripresa o espansione. L'unico periodo in cui ciò con evidenza non avviene è quello che inizia a marzo 2009, a causa di una crisi dettata principalmente da fattori finanziari piuttosto che economici.

Abbiamo in questo modo trovato un'alternativa all'investimento azionario: quando l'indicatore anticipatore ci sconsiglierebbe l'investimento in azioni sapremo che, con buone probabilità, l'investimento in titoli di stato decennali ci darà risultati apprezzabili. Tale investimento è preferibile a quello in titoli di stato a più breve termine per la maggior durata finanziaria che permette rendimenti superiori in caso di ribasso dei tassi come testimoniato dal seguente grafico:

Grafico 3



In conseguenza a quanto visto, con indicazioni del CLI che prevedono un rallentamento dell'economia, l'asset allocation del nostro portafoglio sarà così composta:

100% ETF obbligazionario EuroMTS 7-10 anni

Tali ETF hanno le stesse caratteristiche evidenziate per gli ETF obbligazionari EuroMTS 1-3 anni con l'importante differenza della scadenza dei titoli in portafoglio, in questo caso generalmente compresa tra i 7 e i 10 anni.

Pertanto nel nostro portafoglio entreranno complessivamente solo tre strumenti, di cui uno in alternanza con gli altri due. Per come è stato composto il portafoglio i limiti di rischio non verranno mai oltrepassati – in casi estremi verrà liquidata totalmente la componente azionaria –, i costi annui di gestione sono molto ridotti essendo gli ETF prodotti finanziari molto economici, specialmente se confrontati con gli altri prodotti del risparmio gestito, e vedremo che la frequenza, e di conseguenza i costi, delle compravendite per adeguare l'asset allocation alle modifiche dell'economia sarà molto bassa. Infine, i prodotti utilizzati sembrano sufficientemente semplici (fondi indice) da essere compresi da chiunque e la quantità di strumenti impiegati è ridotta al minimo. Forse qualcuno potrà obiettare che sono eccessivamente pochi, bisogna pensare però che il portafoglio degli ETF obbligazionari è composto da una ventina di obbligazioni emesse da 11 Paesi dell'area euro e il paniere dell'ETF azionario da circa 600 azioni europee di varie dimensioni. Se si volesse si potrebbe comunque aumentare la complessità del portafoglio a proprio piacimento, è dubbio se ne aumenterebbe l'efficienza.

## L'asset allocation minima

*«Sono giunto alla conclusione che è necessario saper interpretare se stessi, almeno quanto è necessario saper leggere il mercato.»*

Jesse Livermore

Nel capitolo precedente abbiamo visto che a seconda delle previsioni fornite dal CLI verrà modificata la composizione del portafoglio. Nel caso di attese positive sulla crescita economica l'asset allocation sarà composta da obbligazioni e azioni, nel caso di previsioni di rallentamento o di recessione dell'economia da sole obbligazioni.

Vediamo ora come utilizzare le informazioni fornite dal CLI cercando però di salvaguardare il capitale anche in caso di eventi avversi. Dapprima cercheremo una modalità per suddividere il portafoglio in macro asset class (obbligazionario/azionario) e successivamente analizzeremo quali strumenti efficienti inserire.

A questo punto crediamo sia abbastanza assodato che prima di qualsiasi decisione d'investimento sia necessario prendere in considerazione le esigenze su cui adeguare le proprie scelte finanziarie. Poiché qui non possiamo prendere in considerazione gli obiettivi di ognuno supponiamo che tale esame sia già stato fatto e che l'asset allocation che un po' alla volta costruiremo si adatti perfettamente alle necessità emerse.

Il secondo elemento da valutare è la personale propensione al rischio. Lavoro tutt'altro che facile per l'ardua definizione e la problematica misurazione e perché ognuno di noi ha più profili di rischio che oltretutto cambiano nel tempo. Ad esempio, in momenti di crescita dei mercati si ha verso il rischio un atteggiamento meno prudente, il contrario quando i mercati scendono. Diverso è anche l'atteggiamento di cautela

nei confronti di una somma che è già destinata ad uno scopo irrinunciabile, rispetto ad un investimento i cui obiettivi sono invece flessibili.

Sulla misurazione del rischio vi è stata nel tempo una convergenza degli analisti verso il "Value at risk" (VAR), indice di cui già in partenza si conoscevano i limiti e che ha dimostrato tutta la sua fragilità con la recente crisi durante la quale si sono manifestati gli eventi rari da esso trascurati. Ci sembra pertanto che, come visto nella sezione *La propensione al rischio*, la misura della propensione al rischio con meno controindicazioni sia data dalla perdita massima annua (in termini percentuali o in valore assoluto) che ci si può permettere senza che ciò influenzi la nostra vita.

Una volta stabilita la propensione al rischio in un determinato momento e per una determinata somma è possibile calcolare la percentuale di macro asset class (azionario/obbligazionario) che andranno a comporre il portafoglio. Per comodità considereremo un periodo annuale, vedremo più avanti che considerare periodi diversi dall'anno non modificherà molto l'operatività.

Con l'ausilio di un semplice foglio di calcolo il risultato potrebbe essere questo:

<b>Dati di INPUT</b>	COGNOME E NOME:	Maggio Nuvoloso
<b>Dati di OUTPUT</b>	DATA:	17/05/2010
	TASSO SENZA RISCHIO AD UN ANNO:	1,228%
	PERDITA AZIONARIA MAX:	40%
	INVESTIMENTO OBBLIGAZ. MINIMO:	72.766,08
	INVESTIMENTO AZIONARIO MASSIMO:	27.233,92

Nella tabella è stato ipotizzato che l'investitore non desideri avere in nessun caso una perdita annua superiore approssimativamente al 10% su un capitale di 100.000 euro, che il tasso senza rischio ad un anno sia del 1,228% e che la perdita azionaria massima in un breve

lasso di tempo (prima che si riesca a prendere dei provvedimenti) sia del 40%. Tali percentuali sono valori del tutto ipotetici.

Il massimo investimento azionario sarà in questo caso di circa 27.000 Euro. In questo modo al realizzarsi della perdita azionaria massima dopo un anno otterremo: dall'obbligazionario,  $72.766,08 * (1 + 1,228\%) = 73.659,65$  e dal mercato azionario,  $27.233,92 * (1 - 40\%) = 16.340,35$  in modo da ottenere quei 90.000 euro che sono il nostro obiettivo minimo. D'ora in poi tutti i ragionamenti verranno effettuati sulla base di questi dati.

Si tenga presente che i valori qui indicati devono essere intesi in maniera flessibile, non è infatti possibile garantire il risultato minimo a scadenza evitando il rischio emittente. Gli ETF obbligazionari usati, infatti, non avendo una scadenza prefissata sono soggetti al rischio di variazione di prezzo. Solo acquistando un titolo obbligazionario con scadenza pari a quella desiderata tali valori potrebbero essere relativamente certi, ma nell'attuale fase PCF si preferisce evitare il rischio emittente.

Un'ulteriore precisazione: per non aggiungere complicazioni i risultati di cui si parlerà saranno tutti lordi, comprensivi di imposte e costi. Il risultato netto, per chi lo volesse calcolare, si otterrà togliendo dal rendimento la percentuale dovuta alla tassazione e ai costi di sottoscrizione e di gestione. Se i costi non sono elevati, e vedremo che sarà così, poco cambia ragionare sul lordo o sul netto ai fini dell'analisi.

È necessario, inoltre, imporsi un'ulteriore regola di comportamento. Se verrà raggiunta la perdita massima annua sopportabile si potranno prendere due decisioni: 1) non si modificherà l'asset allocation confidando in un miglioramento delle condizioni dei mercati e si accetteranno ulteriori perdite, 2) si azzererà la componente azionaria accettando per il periodo in corso il risultato negativo raggiunto. Alla luce di

quanto visto finora l'opzione numero due sembra la più ragionevole e questa adotteremo.

Infine, si ipotizza che ad ogni scadenza annuale il saldo maturato venga interamente reinvestito nell'asset allocation in quel momento consigliata.

Tenendo conto di questi elementi e ricordandoci delle capacità previsionali del CLI viste precedentemente dobbiamo ora individuare quali prodotti andranno a formare la componente azionaria e quali quella obbligazionaria.

Ricordiamo di nuovo che, poiché la componente azionaria potrà anche essere eliminata nei periodi in cui le indicazioni fornite dal CLI sono negative, avremo bisogno nei cicli positivi di un portafoglio composto da obbligazioni e azioni e in quelli negativi di un'asset allocation esclusivamente obbligazionaria.

Senza perdersi in definizioni inutili e ai più incomprensibili, un prodotto finanziario può dirsi efficiente se, indipendentemente dai costi sottostanti e in tutte le condizioni di mercato, esso riesce a battere il proprio benchmark total return (comprensivo dei dividendi o delle cedole distribuite) a parità di rischio, oppure a parità di rendimento permette di sopportare un rischio inferiore.

Un prodotto efficiente, in pratica, non deve dare sorprese.

Non sono molti gli strumenti del risparmio gestito che possono definirsi efficienti, nessuno tra quelli della gestione attiva è immune dal rischio di offrire spiacevoli sorprese. Essendo questi ultimi gestiti attivamente dipendono dalle decisioni di un gestore che, per quanto capace, può anche sbagliare.

Ci rivolgeremo pertanto al mondo degli strumenti passivi, quello degli ETF, che per loro caratteristica seguono molto da vicino il benchmark

al netto dei costi di gestione, privilegiando tra questi quelli che replicano il benchmark non in maniera sintetica tramite swap, ma che investono direttamente negli strumenti che compongono il benchmark (*cash based*).

I secondi sono costruiti tramite l'investimento in titoli fisici, i primi con la stipula di un contratto di swap.

Entrambe le metodologie possiedono vizi e virtù. I *cash based* godono di molta trasparenza: il portafoglio del fondo viene reso pubblico e lo si può facilmente paragonare ai titoli che compongono l'indice.

La metodologia *swap based* invece si usa di solito per indici molto grossi o indici che contengono azioni od obbligazioni illiquide, per i quali la replica fisica sarebbe troppo costosa (bisogna sottolineare, però, che in molti casi la scelta tra metodologia *cash based* o *swap based* non è legata al mercato sottostante da replicare bensì al modello di business, di natura prevalentemente bancaria invece che da asset manager).

Allo stesso modo è solitamente utilizzata per seguire un indice che si basa esclusivamente sui future, come quelli sulle commodity.

Generalmente quindi una struttura è più adatta per la costruzione di alcuni tipi di strumenti, la seconda per altri.

Gli Etf *swap based* possono però nascondere un rischio controparte in quanto la replica dell'indice avviene mediante sottoscrizione di un contratto swap con una investment bank, rischio che è però limitato al 10% del valore investito, in quanto per la normativa Ucits III l'esposizione in derivati (esposizione a controparti OTC) non può essere superiore.

Rivolgendoci agli ETF *cash based* eviteremo in questo modo il rischio emittente insito negli swap ottenendo maggior sicurezza senza penalizzare i rendimenti.

Il periodo di analisi si estende dal 31/12/1998 (data di nascita degli indici obbligazionari EuroMTS) al 31/12/2011. Poiché i dati degli ETF sono relativamente recenti, per il periodo iniziale si considereranno i valori di chiusura giornaliera degli indici, dal momento in cui sono stati quotati, il NAV degli ETF.

In particolare prenderemo in considerazione gli ETF di iShares, società tra le maggiori del settore da diverso tempo presente nel mercato italiano e che ha gentilmente fornito le valorizzazioni quotidiane necessarie all'analisi.

Come visto in precedenza tre saranno gli ETF considerati per la costruzione dell'asset allocation dinamica:

- IBGS - iShares Barclays Capital euro Government Bond 1-3
- IBGM - iShares Barclays Capital euro Government Bond 7-10
- EXSA - iShares STOXX Europe 600

e di ciascuno si prenderà in considerazione il NAV Total Return per tener conto dei dividendi distribuiti.

Riassumendo, con indicazioni positive del CLI, il portafoglio sarà così costituito:

- 73% IBGS - iShares Barclays Capital euro Government Bond 1-3
- 27% EXSA - iShares STOXX Europe 600

(per le percentuali si veda l'investimento obbligazionario minimo e azionario massimo della tabella precedente);

con indicazioni economiche negative il portafoglio sarà composto da un solo ETF

- 100% IBGM - iShares Barclays Capital euro Government Bond 7-10

Nel periodo dicembre '98 – dicembre '11 il CLI ha fornito dieci indicazioni positive e dieci negative, i risultati seguendo le regole che ci siamo imposti sono riassunti nella tabella seguente:

Data segnale	STOXX 600		Obbligazionario 1-3 anni		Obbligazionario 7-10 anni		Controvalore portafoglio	Rendimento portafoglio
		%		%		%		
gen-99	347,85		100		100		100.000,00	
giu-00	493,98	42,009	102,73	2,730	98,01		113.335,46	13,335
gen-02	382,82		112,92		109,32	11,540	126.413,96	11,540
ago-02	303,66	-20,678	116,49	3,162	115,02		122.273,68	-3,275
lug-03	278,52		122,94		127,25	10,633	135.274,96	10,633
giu-04	337,52	21,183	125,1	1,757	128,29		144.747,04	7,002
nov-04	345,75		127,49		135,59	5,690	152.983,49	5,690
feb-05	370,87	7,265	128,62	0,886	141,09		156.974,34	2,609
set-05	420,88		131,1		147,82	4,770	164.462,02	4,770
set-06	488,69	16,111	132	0,686	145,24		172.440,47	4,851
dic-06	527,43		133,01		147,16	1,322	174.720,05	1,322
gen-07	538,77	2,150	132,97	-0,030	144,94		175.695,97	0,559
lug-07	594,19		134,03		141,61	-2,298	171.659,35	-2,298
ago-07	548,07	-7,762	135,26	0,918	144,9		169.211,88	-1,426
mag-09	334,55		150,96		164,77	13,713	192.415,75	13,713
ott-10	435,89	30,291	156,07	3,385	180,06		212.907,52	10,650
gen-11	468,66		154,51		169,84	-5,676	200.823,14	-5,676
mag-11	475,16	1,387	154,1	-0,265	170,49		201.186,15	0,181
mar-12	465,67		158,08		182,39	6,980	215.228,70	6,980
giu-12	425,67	-8,590	157,43	-0,411	183,18		209.591,00	-2,619
gen-13	509,19	9,346	162,98	3,100	198,44	8,331	227.051,19	8,331
Rendimenti dei singoli strumenti (dic 98 - dic 12)								
dic-13		46,382		62,980		98,440		127,051

Nella prima colonna in verde sono indicate le date in cui in base alle indicazioni del CLI è stata inserita in portafoglio la componente azionaria, in rosso le date in cui quest'ultima è stata liquidata. Nella secon-

da e terza colonna sono indicati i valori rispettivamente dello STOXX Europe 600 alla data della movimentazione e, per ciascun periodo, i risultati ottenuti nel mercato azionario in base alle indicazioni fornite dal CLI. Nella quarta colonna sono indicati i valori della struttura obbligazionaria a 1-3 anni al momento dell'investimento e della liquidazione e nella quinta colonna i rendimenti ottenuti in ciascun periodo. Le colonne quinta e sesta replicano per l'obbligazionario a 7-10 anni quanto visto per l'obbligazionario a breve termine. I risultati di tale asset allocation dinamica sono riassunti nelle ultime due colonne in azzurro: nella colonna denominata "Controvalore portafoglio" è indicato il saldo progressivo del portafoglio, in quella denominata "Rendimento portafoglio" il rendimento ottenuto dopo ogni modifica di asset allocation.

Su 20 movimentazioni 5 hanno portato a risultati negativi, tutte le altre hanno ottenuto rendimenti positivi. Il rendimento totale del portafoglio è stato pari al 12,051% che corrisponde ad un rendimento medio annuo lordo del 6,015%. Tale risultato è superiore a quello ottenuto da ciascun strumento nell'ipotesi fosse detenuto per tutto il periodo considerato (si veda ultima riga in tabella): l'EuroSTOXX 600 nel periodo di analisi ha avuto un rendimento del 46,38%, l'EuroMTS 1-3 anni una performance del 62,98% e infine l'EuroMTS 7-10 anni ha reso il 98,44%. Ciò indica che l'asset allocation dinamica ha portato benefici che altrimenti sarebbero stati irraggiungibili.

È da sottolineare che anche i consistenti ribassi del mercato azionario (circa il 20% nel 2002), che le indicazioni fornite dal CLI non hanno permesso di evitare, se si tengono in considerazione le proprie esigenze e si costruisce un portafoglio adeguato alla propria propensione al rischio, non comportano perdite superiori a quelle sopportabili.

I risultati di ciascun anno sono riassunti nella successiva tabella:

Anno	Controvalore	Rendimento
31/12/1998	100.000,00	
31/12/1999	109.155,03	9,155%
31/12/2000	118.099,69	8,194%
31/12/2001	126.090,18	6,766%
31/12/2002	126.940,54	0,674%
31/12/2003	139.288,09	9,727%
31/12/2004	153.943,93	10,522%
31/12/2005	166.343,89	8,055%
31/12/2006	174.720,05	5,035%
31/12/2007	173.742,88	-0,559%
31/12/2008	187.803,00	8,092%
31/12/2009	204.292,16	8,780%
31/12/2010	202.502,18	-0,876%
31/12/2011	202.637,61	0,067%
31/12/2012	224.579,76	10,828%

Dei quattordici anni considerati nell'analisi due hanno chiuso con risultati negativi (-0,559% nel 2007 e -0,876% nel 2010). Mai è accaduto che si sia raggiunta la perdita massima annua e, quindi, il profilo di rischio è sempre stato rispettato.

Possiamo anche vedere i risultati che si sarebbero ottenuti se l'investimento invece che iniziare proprio a fine 1998 fosse iniziato in uno qualsiasi degli anni successivi. La tabella seguente ne rappresenta i risultati:

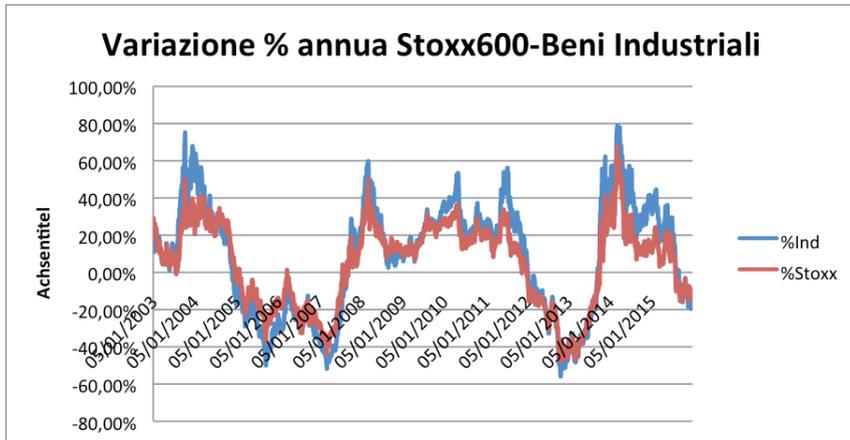
Anno inizio investimento	Saldo al 31/01/2013	Rend. Medio annuo	Rendimento totale
31/12/1998	227.051,19	5,990%	127,051%
31/12/1999	207.083,96	5,716%	107,084%
31/12/2000	192.253,84	5,554%	92,254%
31/12/2001	180.070,48	5,445%	80,070%
31/12/2002	178.864,21	5,930%	78,864%
31/12/2003	162.755,52	5,503%	62,756%
31/12/2004	147.481,37	4,920%	47,481%
31/12/2005	136.361,52	4,471%	36,362%
31/12/2006	129.951,42	4,396%	29,951%
31/12/2007	130.682,30	5,398%	30,682%
31/12/2008	120.898,60	4,752%	20,899%
31/12/2009	110.861,14	3,396%	10,861%
31/12/2010	112.122,84	5,634%	12,123%
31/12/2011	112.047,90	11,025%	12,048%
31/12/2012	101.100,47	13,753%	1,100%

Il rendimento risulta essere volatile nel breve periodo (passa da un minimo del 3,396% nel 2009 ad un massimo del 11,025% nel 2011) ma costante nel medio-lungo termine (minimo 4,396%, massimo 5,99%)

È ancora da sottolineare che proprio negli anni della maggior crisi mondiale dopo quella del '29 (2008 e 2009) si sono ottenuti ottimi rendimenti, a evidenziare che è molto importante riuscire ad evitare i ribassi piuttosto che partecipare ai rialzi del mercato azionario.



Grafico 2



Inoltre, iShares STOXX Europe 600 Industrial Goods & Services ha  $\beta > 1$  (mediamente pari a circa 1,27). Il  $\beta$  ( $\beta$ ) è il coefficiente<sup>1</sup> che misura la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato, in questo caso rappresentato dall'ETF iShares STOXX Europe 600.

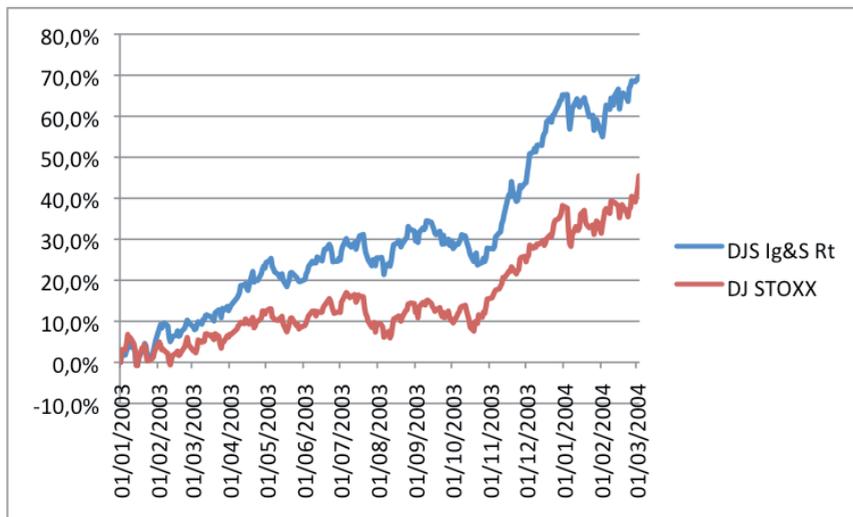
I titoli con  $\beta > 1$  esprimono una variabilità maggiore rispetto a quella del mercato: guadagnano più del mercato in caso di rialzi, perdono più del mercato in caso di ribassi;

I titoli con  $\beta < 1$ , all'opposto, sono caratterizzati da una variabilità minore rispetto a quella del mercato: questi titoli generalmente guadagnano meno del mercato in caso di rialzi e perdono meno del mercato in caso di ribassi.

1) Da Wikipedia: matematicamente, esso è il rapporto tra la covarianza tra i rendimenti dell'asset  $i$ -esimo e i rendimenti del portafoglio di mercato e la varianza dei rendimenti di mercato ( $\delta m$ ). Esso può essere anche definito come  $(\sigma_i * \rho_{im}) / \sigma_m$  dove  $\sigma_i$  è lo scarto quadratico medio dei rendimenti dell'asset  $i$ -esimo,  $\rho_{im}$  è il coefficiente di correlazione tra i rendimenti dell'asset  $i$ -esimo e quelli del mercato ed infine  $\sigma_m$  è lo scarto quadratico medio dei rendimenti del portafoglio di mercato.

Come si può osservare nei grafici sottostanti, in ogni situazione di mercato nei diversi periodi l'ETF settoriale ha sempre avuto oscillazioni maggiori dell'ETF globale: nelle fasi positive rendimenti maggiori, minori nelle fasi negative.

Grafico 3



Variabilità iShares STOXX Europe 600 Industrial Goods & Services vs iShares STOXX Europe 600

Grafico 4

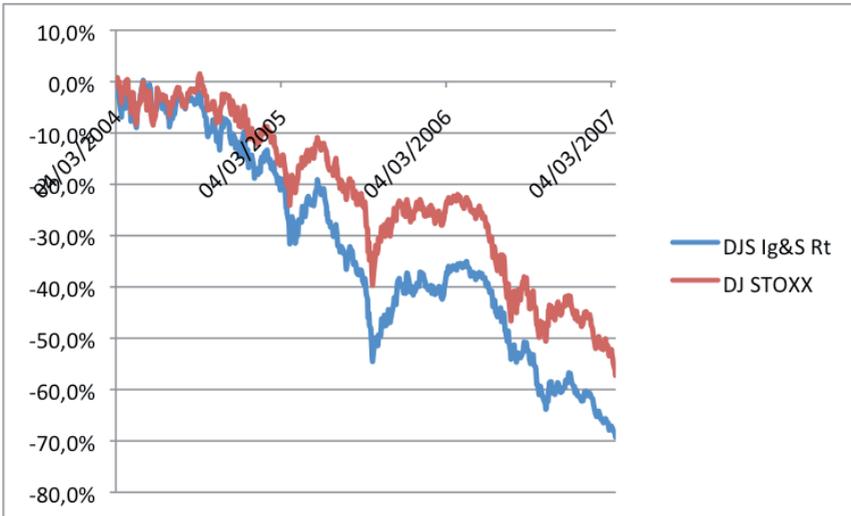


Grafico 5

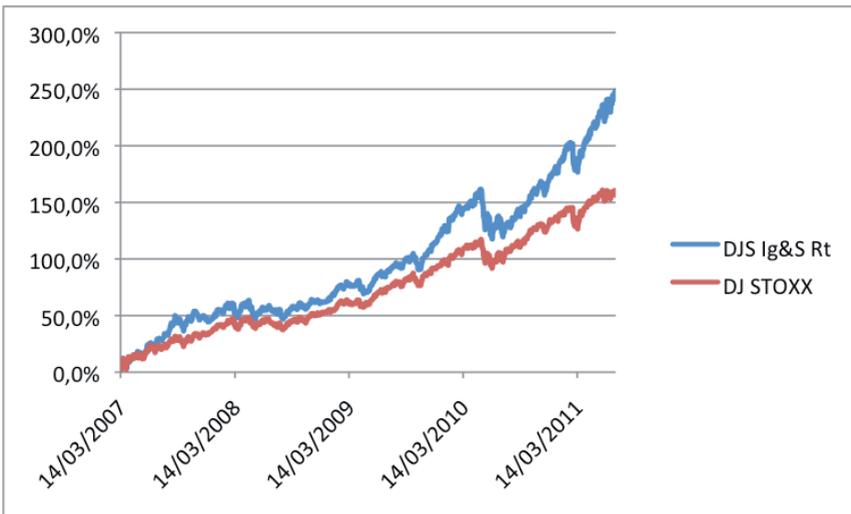


Grafico 6

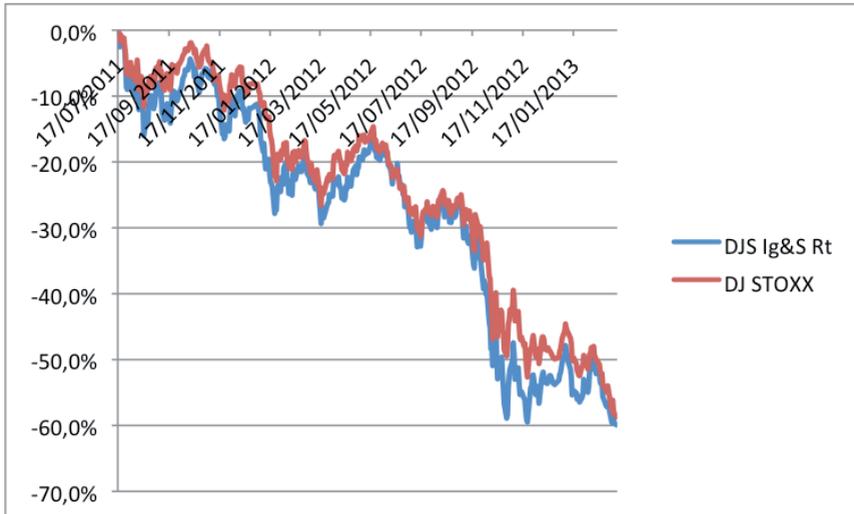
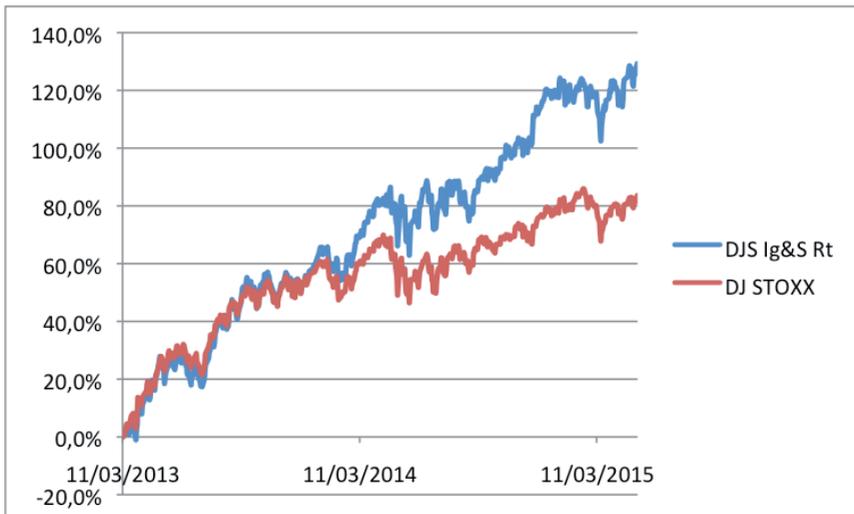


Grafico 7



Vista l'elevata correlazione, da cui deriva un comportamento direzionale dei due strumenti molto simile nelle varie fasi di mercato, e il beta pari a 1,27, per cui nelle fasi positive di mercato l'ETF iShares STOXX Europe 600 Industrial Goods & Services dà risultati maggiormente positivi in media di circa il 27%, rispetto all'ETF iShares STOXX Europe 600 (con beta pari a 1,27 per ogni punto di rendimento dell'ETF iShares STOXX Europe 600 mediamente si avrà un rendimento dell'ETF iShares STOXX Europe 600 Industrial Goods & Services pari a 1,27), si può pensare di sostituire la componente azionaria dell'asset allocation dinamica con l'indice settoriale. Si perderà sicuramente in diversificazione (minor numero di aziende rappresentate, 104 contro 601, e un solo settore contro 19) ma si dovrebbe guadagnare in termini di rendimento. I dati lo confermano: osservando la tabella sottostante si può verificare che nel periodo dic '98 – gen '13 con questa strategia (sempre con una propensione al rischio, indicata dalla perdita massima, del 10%) a fronte di una maggiore volatilità ( $\beta > 1$ ) si sarebbe ottenuto un rendimento del 149,856% contro il 127% circa, visto nel capitolo precedente, ottenuto utilizzando l'ETF iShares STOXX Europe 600.

Data segnale	STOXX 600		Obbligazionario 1-3 anni		Obbligazionario 7-10 anni		Controllo valore portafoglio	Rendimento portafoglio
		%		%		%		
gen-99	301,28		100		100		100.000,00	
giu-00	478,73	58,899	102,73	2,730	98,01		117.895,55	17,896
gen-02	309,85		112,92		109,32	11,540	131.500,27	11,540
ago-02	234,8	-24,221	116,49	3,162	115,02		125.935,36	-4,232
lug-03	202,09		122,94		127,25	10,633	139.325,98	10,633
giu-04	249,61	23,514	125,1	1,757	128,29		149.958,55	7,631
nov-04	256,75		127,49		135,59	5,690	158.491,54	5,690
feb-05	277,57	8,109	128,62	0,886	141,09		162.987,12	2,836
set-05	317,19		131,1		147,82	4,770	170.761,61	4,770
set-06	380,31	19,900	132	0,686	145,24		180.792,28	5,874
dic-06	424,07		133,01		147,16	1,322	183.182,26	1,322
gen-07	438,09	3,306	132,97	-0,030	144,94		184.777,20	0,871
lug-07	543,31		134,03		141,61	-2,298	180.531,94	-2,298
ago-07	486,63	-10,432	135,26	0,918	144,9		176.656,26	-2,147
mag-09	297,42		150,96		164,77	13,713	200.880,96	13,713
ott-10	448,81	50,901	156,07	3,385	180,06		233.452,49	16,214
gen-11	514,45		154,51		169,84	-5,676	220.202,00	-5,676
mag-11	532,3	3,470	154,1	-0,265	170,49		221.838,35	0,743
mar-12	506,71		158,08		182,39	6,980	237.322,41	6,980
giu-12	459,52	-9,313	157,43	-0,411	183,18		230.642,54	-2,815
gen-13	559,42	10,402	162,98	3,100	198,44	8,331	249.856,46	8,331
Rendimenti dei singoli strumenti (dic 98 - dic 12)								
dic-13		85,681		62,980		98,440		149,856

Anno	Controvalore	Rendimento
31/12/1998	100.000,00	
31/12/1999	114.976,88	14,977%
31/12/2000	122.851,47	6,849%
31/12/2001	131.163,46	6,766%
31/12/2002	130.741,97	-0,321%
31/12/2003	145.215,81	11,071%
31/12/2004	158.971,61	9,473%
31/12/2005	173.583,66	9,192%
31/12/2006	183.182,26	5,530%
31/12/2007	181.386,60	-0,980%
31/12/2008	196.065,28	8,092%
31/12/2009	213.928,89	9,111%
31/12/2010	222.043,06	3,793%
31/12/2011	223.438,81	0,629%
31/12/2012	247.136,80	10,606%

Rend. Medio annuo lordo: 6,712%

Nella prima delle tabelle precedenti sono riportati i rendimenti in ogni periodo di ciascun strumento utilizzato nell'asset allocation, il saldo progressivo di un patrimonio iniziale pari a 100.000 euro e il rendimento di ogni movimentazione.

Nella seconda tabella i rendimenti per ogni annualità, da cui risulta che il solo 2002 e il 2007 sono stati chiusi con segno leggermente negativo. Il rendimento medio annuo è stato del 6,712% lordo e mediamente nel mercato azionario è stato investito poco più del 15% del patrimonio.

Dal grafico seguente si può notare come l'evoluzione del patrimonio nel tempo sia rappresentato da una linea quasi retta (senza grossi sbalzi) inclinata positivamente:

Grafico 8



2) Nella seconda strategia i movimenti sono più numerosi ma riguardano una parte inferiore del patrimonio.

In questo caso oltre ai dati mensili del CLI se ne considera anche la variazione percentuale anno su anno.

Rispetto ai dati puri del CLI, la sua variazione annuale ha la caratteristica di segnalare con leggero anticipo i cambiamenti positivi dell'economia. Si avranno allora due segnali di ingresso nel mercato azionario europeo. Quando tutti e due saranno positivi si investirà nell'attività rischiosa il 100% di quanto previsto, quando uno solo dei due risulta favorevole solamente il 50%. Il contrario con segnali di rallentamento dell'economia. Anche l'investimento negli ETF obbligazionari sarà guidato da tali indicazioni: 100% di ETF obbligazionario 7-10 anni con entrambi i segnali negativi, 50% con una sola indicazione negativa, 0% altrimenti. Naturalmente vale il contrario per l'ETF obbligazionario 1-3 anni.

Seguendo tali suggerimenti la percentuale di azionario in asset allocation sarebbe variata nel tempo come indicato nella prima e seconda colonna della seguente tabella:

Data	% Azionario	Controvalore Portafoglio	Rendimento Portafoglio
dic-98	100%	100.000,00	
mag-00	50%	117.891,16	17,891%
giu-00	0%	118.735,44	0,716%
ott-01	50%	132.206,90	11,346%
nov-01	0%	136.711,96	3,408%
gen-02	100%	133.013,10	-2,706%
ago-02	50%	127.384,17	-4,232%
gen-03	0%	129.105,79	1,352%
lug-03	100%	135.853,07	5,226%
giu-04	50%	146.220,60	7,631%
lug-04	0%	147.243,05	0,699%
nov-04	50%	153.220,91	4,060%
feb-05	0%	158.501,54	3,446%
ago-05	50%	162.613,21	2,594%
set-05	100%	164.987,12	1,460%
ago-06	50%	171.883,81	4,180%
set-06	0%	174.051,84	1,261%
nov-06	50%	175.789,48	0,998%
dic-06	50%	176.448,15	0,375%
gen-07	0%	175.885,39	-0,319%
lug-07	50%	171.844,41	-2,298%
ago-07	50%	171.996,04	0,088%
set-07	0%	173.730,87	1,009%
apr-09	50%	192.746,48	10,945%
mag-09	100%	197.384,44	2,406%
mag-10	50%	222.273,20	12,609%
set-10	100%	227.299,58	2,261%
ott-10	0%	228.498,92	0,528%
gen-11	50%	215.529,58	-5,676%
mag-11	0%	216.742,83	0,563%
mar-12	100%	231.871,22	6,980%
giu-12	50%	225.344,79	-2,815%
gen-13	100%	244.244,40	8,387%

Nella terza e quarta colonna della tabella sono rispettivamente indicati, periodo per periodo, l'evoluzione del controvalore del patrimonio e la variazione percentuale.

In questo modo 100.000 euro investiti al 31 dicembre 2008 sarebbero diventati al 31 gennaio 2013 244.244,40 al lordo di tassazione e costi (un po' meno di quanto maturato nel caso precedente). Dato il maggior numero di transazioni si avrebbero costi maggiori di quanto visto nel Caso 1, ma un rischio minore in quanto l'investimento e il disinvestimento nel mercato azionario vengono generalmente frazionati in due parti.

Si noti che in questo modo, tranne che nel 2002, si sono riusciti ad evitare tutti i peggiori periodi negativi del mercato azionario che nel corso del periodo considerato si sono presentati.

In entrambi i casi visti gli obiettivi di propensione al rischio sono stati rispettati in ciascuna annualità.

3) Infine, per chi ha un po' di familiarità, l'utilizzo degli indicatori anticipatori può essere anche combinato con l'analisi tecnica. Tra le strategie viste è questa la soluzione che si preferisce perché combina in modo semplice, ma efficiente, analisi fondamentale (CLI) e analisi tecnica.

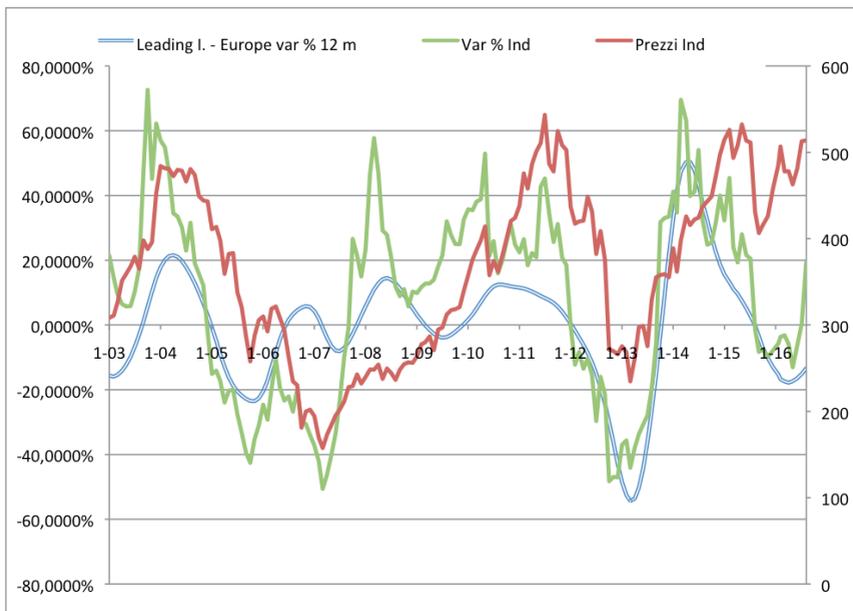
In questo caso si considerano le variazioni percentuali annue della versione *Amplitude Adjusted* del CLI (più facilmente confrontabile con le variazioni del PIL) e si impiega l'analisi tecnica (ad es. la media mobile a 200 gg) per uscire dal mercato dopo che si è presentato il segnale del CLI.

La media mobile viene utilizzata solo per l'uscita dal mercato azionario, perché adottarla anche per l'ingresso potrebbe portare a ritardare

troppo i tempi per l'investimento azionario, perdendo in tal modo il vantaggio dato dagli indicatori anticipatori di segnalare con anticipo l'inversione del ciclo economico e quindi, solitamente, del mercato azionario.

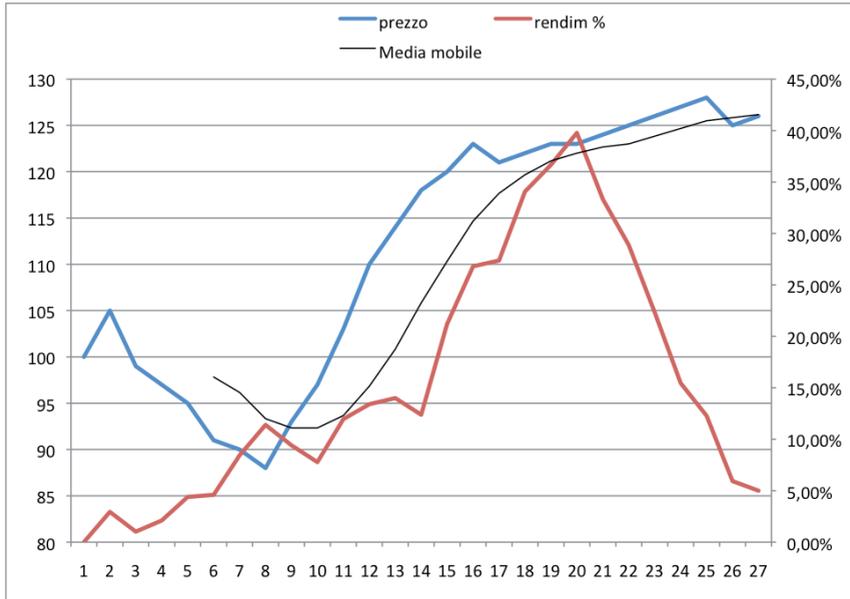
Dal grafico seguente si può notare come siano quasi sovrapponibili (a parte l'ampiezza) le curve descritte dalle variazioni percentuali a 12 mesi della versione del CLI "Amplitude Adjusted" (linea azzurra) e dell'ETF iShares Stoxx600 "Industrial Goods" (linea verde), mentre l'andamento della curva dei prezzi (linea rossa) ha un andamento a se stante.

Grafico 9



I prezzi infatti possono continuare a crescere anche al diminuire dei rendimenti annui, come nell'esempio del grafico sottostante:

Grafico 10



I rendimenti annui confrontano ciò che succede oggi con ciò che è successo un anno fa e quindi essi possono diminuire anche se i prezzi continuano a salire, come nel periodo marzo 2010 – maggio 2011.

Per evitare un'uscita dal mercato troppo in anticipo, dopo che il CLI ha segnalato un peggioramento delle prospettive economiche, si può pensare di utilizzare una media mobile (ad esempio a 200 giorni) come ulteriore strumento decisionale. In questo caso si liquiderà la parte più rischiosa dell'investimento solo quando anche la curva dei prezzi dell'ETF si porterà al di sotto della sua media.

I risultati in questo modo ottenuti sono quelli esposti nella tabella sottostante.

Movimenti da CLI var 12 mesi			
Dic-98	301,28		100.000,00
Jun-2000	478,73	58,899%	158.898,70
Oct-2001	257,88		158.898,70
Nov-2001	287,69	11,560%	177.266,82
Jan-2002	309,85		177.266,82
Jan-2003	194,44	-37,247%	111.240,15
Jul-2003	202,09		111.240,15
Jul-2004	244,44	20,956%	134.551,64
Aug-2005	312,16		134.551,64
Aug-2006	361,98	15,960%	156.025,77
Dec-2006	424,07		156.025,77
Jan-2007	438,09	3,306%	161.184,07
Aug-2007	486,63		161.184,07
Sep-2007	477,77	-1,821%	158.249,42
Apr-2009	260,98		158.249,42
May-2010	415,81	59,326%	252.133,08
Sep-2010	443,38		252.133,08
Oct-2010	448,81	1,225%	255.220,91
Mar-2012	506,71		255.220,91
Jan-2013	559,42	10,402%	281.770,01

Movimenti da CLI var 12 mesi e A. T.			
Dic-98	301,28		100.000,00
Sep-2000	473,76	57,249%	157.249,07
Oct-2001	257,88		157.249,07
Nov-2001	287,69	11,560%	175.426,50
Jan-2002	309,85		175.426,50
Jan-2003	194,44	-37,247%	110.085,29
Jul-2003	202,09		110.085,29
Jul-2004	242,95	20,219%	132.343,12
Aug-2005	312,16		132.343,12
Nov-2007	497,83	59,479%	211.059,64
Apr-2009	260,98		211.059,64
Jun-2011	513,53	96,770%	415.301,78
Mar-2012	506,71		415.301,78
Jan-2013	559,42	10,402%	458.503,13

Nella prima metà della tabella sono riportati i rendimenti ottenuti con l'ETF settoriale utilizzando le indicazioni per la compravendita fornite dalla variazione annua del CLI. Nelle prime due colonne della tabella precedente sono indicate le date e i prezzi di entrata (in verde) e di uscita (in rosso) dal mercato azionario in base alle indicazioni fornite dal CLI. Nella terza colonna il rendimento ottenuto dall'asset azionario in ciascun periodo. Nella quarta il controvalore maturato dopo ogni operazione avendo ipotizzato l'investimento di 100.000 euro il 31 dicembre 1998. Nella seconda parte della tabella sono riportati gli stessi dati integrando però i segnali della variazione annua del CLI con quelli della media mobile a 200 giorni.

Nel primo caso il capitale maturato al 31 gennaio 2013 è di 281.770 euro, nel secondo di 458.503 euro.

L'utilizzo della media mobile sposta quattro volte l'uscita dal mercato azionario, due volte penalizzando (anche se di poco) i risultati, la terza (novembre 2007) e la quarta (giugno 2011) procrastinando rispettivamente di circa quindici mesi (da agosto 2006 a novembre 2007) e 13 mesi (da maggio 2010 a giugno 2011) la liquidazione dell'ETF azionario permettendo in tal modo in entrambi i casi un extra rendimento di circa il 40%.

L'applicazione di tale semplice strategia a quanto visto in precedenza nella Strategia 1 (asset allocation dinamica composta dall'ETF iShares STOXX Europe 600 Industrial Goods & Services e dai due ETF obbligazionari) avrebbe portato, per un investimento di 100.000 Euro al 31 dicembre 1998, ad un controvalore maturato al 31 gennaio 2013 di 298.237 euro, per un rendimento di quasi il 200% come evidenziato nella tabella seguente:

<b>Data movimento</b>	<b>Controvalore patrimonio</b>
Dic-98	100.000,00
Sep-2000	118.209,35
Oct-2001	130.992,96
Nov-2001	136.043,25
Jan-2002	132.362,48
Jan-2003	125.118,02
Jul-2003	131.656,89
Jul-2004	141.056,49
Aug-2005	156.699,36
Nov-2007	188.011,29
Apr-2009	206.782,11
Jun-2011	265.323,50
Mar-2012	283.842,77
Jan-2013	298.237,65

Molte altre sono le strategie possibili, in base alle proprie conoscenze finanziarie ognuno può trovare quella con cui si trova più a proprio agio. Indispensabile per il buon esito dell'investimento è comunque individuare e rispettare le proprie esigenze; le informazioni fornite dagli indicatori anticipatori e l'autodisciplina aiuteranno nella gestione dell'asset allocation e a non superare la propria propensione al rischio.

## Come inserire la strategia in un portafoglio globale

Indipendentemente dal metodo adottato nella creazione di asset allocation, uno degli argomenti su cui più si insiste è sicuramente la diversificazione.

La diversificazione, pur non essendo un elemento personale, è assimilabile alla propensione al rischio; è un concetto astratto, non ben definito e il cui esito è notevolmente incerto.

Spesso si parla di “una corretta diversificazione” come ci fosse una diversificazione giusta e tutte le altre fossero sbagliate. Peccato che nessuno possa conoscere ex-ante la diversificazione che poi effettivamente si dimostrerà corretta.

Navigando su Internet ci siamo imbattuti in questa affermazione: «Uno dei principali risultati della teoria della finanza degli ultimi 50 anni è il concetto di diversificazione di portafoglio: Investendo in vari titoli, evitando di concentrare la propria ricchezza in un unico titolo, è possibile ottenere rendimenti più elevati a parità di rischio o, in alternativa, ottenere lo stesso rendimento abbassando i rischi.» Il concetto è analogo al detto popolare: «È meglio non mettere tutte le uova nello stesso paniere».

Se sul detto popolare siamo tutti d'accordo, forse lo siamo un po' meno sul concetto di diversificazione. La definizione precedente fa acqua da molte parti. Il concetto di diversificazione, infatti, ha poco a che vedere con il rendimento di un portafoglio, ma è invece molto attinente al concetto di rischio. Tramite la diversificazione (l'acquisto, cioè, di più strumenti finanziari non totalmente correlati tra loro), infatti, si cerca piuttosto la riduzione del rischio del portafoglio titoli e non tanto l'ottenimento di maggiori rendimenti. Nella definizione, inoltre, non è

chiaro a quale rischio ci si voglia riferire. Abbiamo visto che esistono molti rischi finanziari, in questo caso di quale rischio stiamo parlando?

La definizione di diversificazione a nostro avviso più adeguata è la seguente: «Suddivisione del proprio investimento in titoli, fondi, obbligazioni diverse e appartenenti a industrie differenti al fine di ridurre il rischio totale».

In essa infatti non si parla di rendimenti né di un non meglio identificato rischio, ma di “rischio totale”. Cioè l'insieme di tutti i rischi cui un risparmiatore è soggetto nell'investire i propri denari, quali, ad esempio, rischio emittente, rischio di liquidità, rischio paese, rischio di prezzo o di mercato.

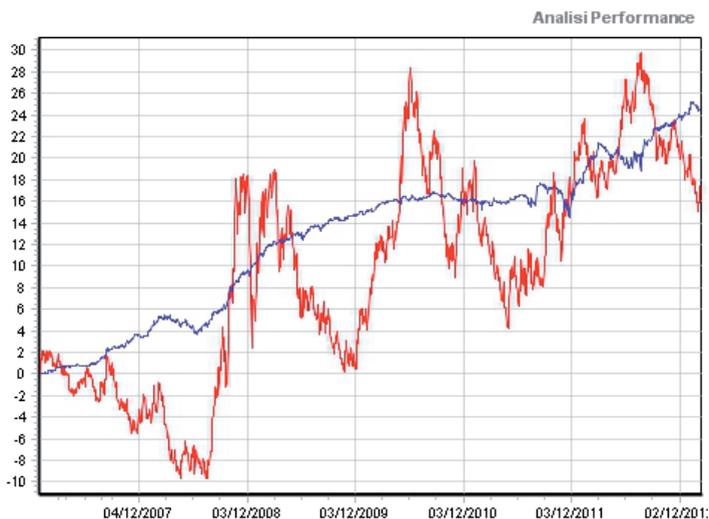
Una “buona” (non “corretta”) diversificazione PCF (post crisi finanziaria) dovrebbe infatti puntare a diminuire i primi tre rischi citati e non necessariamente l'ultimo.

Il rischio di mercato non va necessariamente ridotto, perchè, chi volesse difendersi dal pericolo di disgregazione dell'euro dovrebbe imprescindibilmente investire in valute diverse da quella domestica, introducendo in portafoglio un elemento di instabilità.

La premessa sulla diversificazione è indispensabile per capire come inserire la strategia vista nei precedenti capitoli in un portafoglio globale, quindi non solo in euro, e quali problematiche questo comporti.

La variabilità introdotta con l'investimento in valuta è evidente osservando l'analisi seguente che fa riferimento al periodo fine 2006 – febbraio 2013:

Grafico 1



Descrizione strumento	iShares Barclays Capital \$ Treasury Bond 1-3.	iShares Barclays Capital euro Government 1-3
<b>Rendimento</b>	17,793	24,839
<b>Volatilita</b>	11,168	2,011
<b>Sharpe</b>	0,007	0,073
<b>Max Drawdown Periodo</b>	-18,769	-2,695
<b>2009</b>	-0,899	4,120
<b>2010</b>	10,338	1,160
<b>2011</b>	4,182	1,601
<b>2012</b>	-1,650	5,184
<b>2013</b>	-1,079	0,651

Descrizione strumento	iShares iShares Barclays Capital \$ Treasury Bond 1-3	iShares iShares Barclays Capital euro Government 1-3
<b>Quota al 29/12/06</b>	93,113	131,033
<b>Quota al 17/02/13</b>	99,173	141,425
<b>3 Mesi</b>	-4,641	1,242
<b>6 Mesi</b>	-7,284	2,616
<b>1 Anno</b>	-0,978	4,047
<b>2 Anni</b>	3,633	7,530
<b>3 Anni</b>	6,346	7,977
<b>5 Anni</b>	19,950	18,537

Nel grafico e nelle tabelle precedenti è confrontato l'andamento di due strumenti obbligazionari simili per durata finanziaria (duration); in rosso l'andamento dell'investimento in dollari, in blu quello dello strumento in euro. È lampante, sia graficamente sia nei numeri, la grande aleatorietà dell'investimento in dollari rispetto a quello in euro.

Introducendo la diversificazione valutaria (di importo pari all'investimento iniziale) nella strategia vista in precedenza i risultati del portafoglio si sarebbero così modificati:

Analisi Comparativa		
	Strategia Stoxx 600	Strategia STOXX 600 + USD
<b>Performance</b>	28,698	24,891
<b>Volatilità</b>	3,187	6,377
<b>Indice di Sharpe</b>	0,031	0,012
<b>Max Drawdown</b>	-3,679	-10,223

Grafico 2



Il confronto è stato fatto aggiungendo al portafoglio della strategia STOXX 600 un controvalore nello strumento in valuta pari al controvalore iniziale, nell'altro un pari importo della componente in euro.

È evidente che la diminuzione del rischio di disgregazione dell'euro ha comportato contemporaneamente un aumento del rischio di mercato (indicato da volatilità e massimo drawdown) e contemporaneamente una diminuzione della performance del portafoglio.

Si noti inoltre che il massimo drawdown nel caso dell'investimento diversificato in valuta è stato superiore al 10% (nel periodo compreso tra metà 2010 e metà 2011) e, seguendo le regole autoimposte, chi avesse investito all'inizio di tale periodo avrebbe dovuto azzerare la componente rischiosa in attesa di tempi migliori.

Nella diversificazione non bisogna eccedere. Un portafoglio troppo frammentato non è necessariamente meno rischioso; al contrario potrebbe essere più costoso da realizzare e quindi meno redditizio. Non solo, ma potrebbe anche essere più laborioso da liquidare in caso di necessità.

Un buon grado di diversificazione tra strumenti che hanno benchmark simile è utile da introdurre solamente nel caso in cui si vogliono utilizzare strumenti del risparmio che fanno gestione attiva. In questo caso la diversificazione è utile, dopo aver selezionato opportunamente i prodotti tra quelli più efficienti, per diversificare il rischio gestore, cioè la possibilità che un gestore sbagli investimento proprio quando lo abbiamo scelto noi.

Ma nella vita reale, per lo stesso principio di diversificazione, quasi mai ci si troverà nella situazione di dover destinare tutti i nostri risparmi ad un solo obiettivo. Più probabile è che le esigenze siano molteplici e quindi che nella creazione dell'asset allocation si debba tener conto della soddisfazione di più esigenze.

È necessario allora considerare molteplici fattori: soggettivi quali, appunto, le personali esigenze e le propensioni al rischio (una per ogni esigenza); oggettivi, quali la diversificazione e la correlazione; gli imprevisti.

Partiamo comunque dal caso più semplice, rappresentato dal fatto che si abbia una sola esigenza da soddisfare e che tutto il patrimonio sia destinato ad essa.

Nelle ipotesi viste in precedenza la percentuale azionaria potrà raggiungere al massimo il 27% circa dell'investimento. Adottando una qualsiasi delle strategie viste nelle ultime due sezioni potremo conseguire il risultato prefissato abbastanza agevolmente.

Non dovremmo avere particolare timore anche di eventi finanziari straordinari, se nella nostra asset allocation abbiamo utilizzato strumenti diversificati e abbiamo prestato adeguata attenzione all'evoluzione dei nostri investimenti. Abbiamo infatti visto che qualora si realizzassero perdite dagli investimenti effettuati prossime al massimo da noi sopportabile, dovremo essere pronti e decisi a spostare quanto maturato in strumenti il più sicuri possibile.

Vi sono però eventi accidentali che con la finanza hanno poco a che fare e sono gli imprevisti personali o familiari. Può succedere che una volta messa in atto la pianificazione finanziaria faccia capolino una imprevedibile e urgente necessità di denaro che imponga di smontare, almeno in parte, quanto costruito. Nulla di grave se i mercati si sono mossi al rialzo, ma operazione dannosa se invece hanno preso la direzione contraria, in particolar modo se ci trovassimo vicini alla soglia di perdita massima desiderata. Dovremo allora liquidare il nostro investimento, o parte di esso, in perdita.

Possiamo, almeno parzialmente, limitare questo problema pensando di dividere in due parti il nostro portafoglio. La prima parte sarà

costantemente investita in attività il più possibile prive di rischio, ad esempio su uno strumento diversificato con bassa duration oppure in uno zero coupon emesso da ente sovranazionale con maturazione prossima a quella dell'esigenza in modo tale da sapere già al momento dell'acquisto quale sarà il capitale di cui si potrà disporre a scadenza. L'altra parte sarà investita con la strategia individuata, aumentando però la perdita massima sopportabile e permettendo così anche una riduzione dei costi di gestione del portafoglio. In questo modo si attua, in pratica, quella che viene solitamente definita strategia "core-satellite": una parte del portafoglio – la componente "core" – viene gestita passivamente, l'altra – la componente "satellite" – è gestita attivamente.

Così se alla prima parte destiniamo il 50% del nostro portafoglio, potremo raddoppiare la propensione al rischio dell'altro 50%. Sull'intero portafoglio la perdita massima non si modificherà o cambierà solo leggermente, diminuirà però la volatilità e il rischio totale grazie alla diversificazione (e, quindi, alla minore correlazione tra strumenti) e dovrebbe pure diminuire il rendimento, anche se questo non è il caso dell'esempio seguente riassunto nella tabella sottostante.

<b>Analisi Comparativa</b>		
	<b>Strategia composita ZC + Stoxx 600</b>	<b>Strategia STOXX600</b>
<b>Performance</b>	37,722	33,285
<b>Volatilità</b>	4,238	5,873
<b>Indice di Sharpe</b>	0,04	0,024
<b>Alfa</b>	0,006	-0,001
<b>Beta</b>	0,475	0,912
<b>Correlazione</b>	0,658	0,658
<b>Information Ratio</b>	0,006	-0,006
<b>Max Drawdown</b>	-5,782	-8,237
<b>Controvalore iniziale</b>	100.000	100.000
<b>Controvalore finale</b>	133.996	128.689

In questo esempio si è ipotizzato che a fine 2006 si sia costruita una asset allocation per raggiungere un certo obiettivo dopo 10 anni, quindi con scadenza fine 2016. Si è voluto verificare quale sarebbe stato l'esito dell'investimento all'inizio del 2013. Con Strategia STOXX 600 si è indicato la strategia vista al sezione *L'asset allocation minima* [...] Con Strategia composita ZC + Stoxx 600 la strategia in cui con il 50% del patrimonio è stato destinato ad uno zero coupon emesso da ente sovranazionale con scadenza 2016 il rimanente 50% investito tramite la medesima strategia Stoxx 600 raddoppiando però la propensione al rischio e, conseguentemente, la componente azionaria.

Come si può notare, sia il massimo drawdown, sia la volatilità sono inferiori per la strategia che usa lo zero coupon, mentre, come preannunciato, la performance è superiore.

In questo caso il 50% di quanto investito è sempre disponibile e può in qualsiasi momento essere liquidato senza grosse perdite, tranne in coincidenza di un rialzo dei tassi subito dopo l'inizio dell'investimento; nell'evenienza, è però presumibile che buoni risultati derivino dalla componente azionaria dell'asset allocation.

Naturalmente questo è solo un esempio, molte sono le possibili alternative di costruzione del portafoglio sia nella composizione percentuale tra quanto destinare o meno alla strategia, sia, e ancor di più, nella scelta degli strumenti finanziari. Si può andare dai depositi, ai BOT, dagli ZC ai fondi comuni ecc. l'importante è conoscere le caratteristiche del prodotto e sapere che ognuno di essi ha propri pregi e difetti.

Alcune regole di elementare buon senso dovrebbero costituire da guida nella costruzione del portafoglio: diversificare anche temporalmente (cioè per scadenza o duration) la componente obbligazionaria;

- investire in ciò che si conosce;

- nella diversificazione ricordarsi di considerare la correlazione e che quest'ultima aumenta nelle fasi negative di mercato;
- un europeo che spende i suoi soldi in Europa non dovrebbe avere eccessiva diversificazione valutaria se non, come abbiamo visto, come riparo da eventi estremi;
- sono in ogni caso da tener sotto controllo il rischio emittente e il rischio liquidità.

Nel caso di più esigenze da soddisfare contemporaneamente si dovrà poter individuare in ogni momento gli importi destinati ad ognuna. Se gli strumenti utilizzati in ciascuna asset allocation sono i medesimi, bisognerà tener conto del numero di quote destinate ad una esigenza piuttosto che ad un'altra. Meglio sarebbe costituire asset allocation composte di strumenti diversi, diversificando il portafoglio obbligazionario almeno nella duration (ad esempio con strumenti quali iShares Barclays euro Government Bond 10-15, iShares Barclays euro Government Bond 15-30, iShares Barclays euro Government Bond 3-5, iShares Barclays euro Government Bond 5-7, iShares Barclays euro Treasury Bond 0-1, iShares eb.rexx® Money Market), se non nelle tipologie di prodotti quali obbligazionario corporate o high yield (ad esempio con strumenti quali iShares Barclays euro Corporate Bond, iShares Barclays euro Corporate Bond ex-Financials, iShares Markit iBoxx euro High Yield Bond).

Per concludere, a riguardo della diversificazione azionaria, si ricorda che l'indice STOXX 600 utilizzato nella creazione dei portafogli ha già al suo interno una componente valutaria (esso è composto da azioni per circa il 50% in euro, 30% in sterline, 8% in franchi svizzeri, 12% in corone svedesi, norvegesi e danesi). Manca sicuramente una diversificazione geografica, forse non indispensabile data l'elevata correlazione tra i mercati, che necessiterebbe però di verificare l'esistenza effettiva di uno stretto legame tra CLI e mercati azionari come appurato nel caso dell'Europa.

## *Conclusioni*

In questo breve testo abbiamo affrontato il delicato argomento degli investimenti finanziari secondo un approccio che ci appartiene e che riteniamo molto efficiente.

Abbiamo coniugato gli aspetti della finanza classica con quelli della finanza comportamentale ed abbiamo dato la nostra impronta al significato di consulenza finanziaria indipendente.

La nostra esperienza nel settore della consulenza ai privati ci ha insegnato quanto sia importante applicare una distinzione di base che prende spunto dall'atteggiamento che ciascuno di noi ha nei confronti del denaro, tenendo in considerazione i "conti mentali": "risparmi" e "investimenti" sono due modi completamente differenti di attribuire significato al denaro.

In base a tale classificazione iniziale si declina il rapporto consulenziale.

Il compito più difficile risiede poi nel passaggio successivo, quello cioè di creare il giusto nesso sequenziale nei processi di:

- definizione delle esigenze;
- creazione di obiettivo;
- realizzazione di una soluzione.

Le esigenze spesso sono latenti e non facilmente individuabili, rendendo impraticabili gli altri due passaggi.

Anche in questo caso, basandoci sulla nostra esperienza e sul riconoscimento dell'importanza del bisogno fondamentale di sicurezza insito in ciascuno di noi, è possibile estrapolare almeno un'esigenza da coprire.

Definita un'esigenza, possiamo procedere alla creazione dell'obiettivo, che può essere anche semplicemente di conservazione del capitale, per metterlo al riparo dai rischi e alla ricerca di una remunerazione reale.

Ne consegue la progettazione e l'implementazione di una soluzione finanziaria, la costruzione del portafoglio.

Purtroppo abbiamo notato che gli intermediari autorizzati, molto spesso, non hanno ben presente questa sequenza logica e basano la loro attività nei confronti dei clienti sulla sola vendita.

Non importa che il bisogno sia individuato e neppure che l'obiettivo sia formato, l'importante è "vendere" il prodotto.

Ma se l'obiettivo non è ben formato, ci chiediamo, com'è possibile che i prodotti siano adeguati ?

Ecco allora che prende forma una delle distorsioni più gravi del sistema finanziario, che consiste nel provare ad adattare il profilo di rischio dei clienti a quello dei prodotti e non viceversa, come invece stabilito dalla normativa.

Abbiamo riscontrato innumerevoli casi dove il ragionamento di fondo dell'intermediario, in sostanza risulta essere: «Questo splendido prodotto, ricco di commissioni, può essere agevolmente collocato nel portafoglio del cliente, è sufficiente ritoccare ed adeguare il suo profilo di rischio» e non "quali sono i prodotti che potrebbero andare bene per questo cliente in base al suo profilo?»

Il conflitto di interessi, di carattere economico, è il male più grave e radicato nel sistema finanziario attuale. Quindi riepilogando, da cosa deve difendersi il cliente?

- La non corretta interpretazione delle esigenze, può indurre errori di scelta dei prodotti e nell'assunzione di rischi, non valutandoli correttamente, che poi quando si manifestano diventano elementi di forte instabilità emotiva. In quei momenti è facile farsi prendere dal panico e vendere consolidando gravi perdite.
- Il conflitto di interessi dei collocatori è sempre presente ed il più delle volte viene mascherato sotto forma di prodotti apparentemente innocui, come le obbligazioni bancarie che pur avendo rendimenti positivi per i clienti, come abbiamo visto, possono nascondere dei costi impliciti anche molto elevati e che pur mantenendo l'appetibilità dell'operazione la rendono assolutamente sconveniente se confrontata con quanto disponibile direttamente sul mercato.
- L'andamento dei mercati è stato assunto come capro espiatorio delle cattive performance dei portafogli, ma siamo proprio sicuri che sia così e che i clienti volessero davvero assumersi rischi di mercato? In molti casi, prodotti che avrebbero dovuto servire a gestire i risparmi si trasformano in trappole che generano perdite non solo dovute alla struttura, ma anche alla solvibilità delle controparti.

È molto importante poi anche comprendere quale debba essere l'approccio al rischio per gestire il proprio portafoglio, per evitare di incorrere in "brutte sorprese".

Siamo stati ubriacati da indicatori di rischio sempre più sofisticati, ma la regola rimane una sola, basata sul buon senso: diversificazione.

Ma quanto deve essere diversificato un portafoglio ed in base a quali parametri?

Semplice, molto più semplice di quanto ci si possa attendere!

Lo spieghiamo in parole semplici con un motto:

«Se ti devo 100 euro è un problema mio, se ti devo 1.000.000 di euro è un problema tuo!»

Il rischio è semplicemente troppo grande quando, in caso di “brutte sorprese”, ci può creare dei problemi.

È una regola universale, non una formula che ritorna una risposta giusta per ciascuno di noi.

Per qualcuno frazionare il portafoglio in tranches da 100.000 euro, in caso di insolvenza del debitore, può non essere un problema, per qualcun altro può esserlo anche solo per tranche di 5.000 euro.

La risposta la possiamo trovare solo dentro di noi, magari con l'aiuto di un consulente, indipendente dai conflitti di interesse connessi ai prodotti distribuiti.

Una volta affrontati tutti questi passaggi, che partono dalla distinzione tra risparmi e investimenti, che definiscono un'esigenza, che creano un obiettivo, possiamo passare all'implementazione del portafoglio, che deve essere efficiente per il cliente e che deve tenere conto della semplice regola sopra enunciata a proposito della gestione del rischio, la diversificazione.

Una buona diversificazione può (anzi, deve) essere attuata con pochi prodotti. Abbiamo visto che con tre soli ETF è possibile costruire una asset allocation dinamica che ci permette di investire con tranquillità.

E con semplicità. Non sono necessari strumenti complicati, ma è sufficiente che i prodotti individuati siano efficienti e non diano sorprese, cioè facciano quello che promettono.

Ci sono d'aiuto nell'affrontare le insidie dei mercati finanziari indicatori poco noti, ma di sicura utilità, quali i leading indicator. Non sono infallibili, ma affidabili e semplici da usare.

Tramite il loro aiuto si può rendere dinamica una asset allocation e ottenere dal proprio portafoglio risultati stabili e adeguati alla nostra attitudine al rischio. Si possono costruire strategie semplici o più complesse, appropriate comunque alle nostre conoscenze finanziarie. Con sufficiente impegno e pochi costi ci si può affrancare dalle indicazioni finanziarie, spesso interessate e mai definitive, di intermediari, analisti e giornali.

Nel nostro percorso abbiamo, infine, visto che la matematica finanziaria può portare a risultati controversi: la frontiera efficiente è una mera costruzione virtuale piuttosto che un obiettivo raggiungibile; il Var è un indicatore di rischiosità molto utilizzato ma poco efficiente; la deviazione standard utilizzata come indicatore di rischio esprime una diminuzione del rischio nel lungo termine non riscontrabile nella realtà; l'aggiunta di strumenti, anche poco correlati, in una asset allocation non sempre riduce il rischio del portafoglio.

In maniera sicuramente poco scientifica ma efficace sono stati superati questi ostacoli al fine di ottenere una gestione ottimale del proprio portafoglio.

Con queste pagine, in conclusione, abbiamo voluto dimostrare che se sappiamo dove andare (esigenze), se conosciamo le nostre attitudini (propensione al rischio), se sappiamo le difficoltà da affrontare (conflitti d'interesse), se siamo consci della volatilità dei mercati e di tutti questi elementi ne teniamo debitamente conto nella costruzione del nostro portafoglio titoli, l'investimento finanziario può essere veramente nelle nostre mani.

## ***Lucio Sgarabotto***

Laureato in Scienze Statistiche ed Economiche presso l'Università di Padova. Opera nel settore finanziario dal 1988.

Socio fondatore NAFOP (associazione di categoria) e Socio AssoCTL (Associazione dei consulenti tecnici in materia bancaria e finanziaria).

È consulente tecnico e legale in materia bancaria e finanziaria per studi legali e professionali.

Cura la rubrica "Esperto risponde - Investimento sicuro" del sito SoldiOnLine

Collabora con "Il Sole 24 Ore" e altra stampa finanziaria specializzata.

Dal 2004 è consulente finanziario indipendente fee only.

## ***Federico Costalonga***

Consulente e analista finanziario (socio AIAF) opera nel settore finanziario dal 1988.

Ha focalizzato la sua esperienza sulla capacità di individuare le esigenze del cliente, pianificare correttamente la fase di accumulo e di impiego delle risorse economiche e di definizione degli obiettivi di carattere finanziario.

Svolge inoltre attività di formatore in corsi di "finanza comportamentale" e si è specializzato nell'approccio al rischio in chiave psicologica.