

Identificativo: SS960929020BAA
Data: 29-09-1996
Testata: IL SOLE 24 ORE

Non solo performance

Il gestore che cerca prezzi di saldo a confronto con quello piu' aggressivo

Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Negli anni 70 la gran parte dei gestori di fondi azionari statunitensi utilizzava un approccio orientato alla crescita; oggi, viceversa, circa il 70% dei money managers dichiara di seguire uno stile dedicato al valore e, in piu', alla ricerca delle cosiddette anomalie di prezzo.

Ci siamo chiesti se sia possibile identificare strategie di selezione di portafogli azionari di questo tipo anche per il mercato italiano e nel comportamento dei gestori italiani, e quale sia stato il loro rendimento relativo nel tempo.

Per rispondere abbiamo costruito alcuni benchmark style portfolios utilizzando la base dati del Gruppo di ricerche quantitative sui mercati finanziari italiani dell'Universita' di Pavia e abbiamo confrontato la performance delle strategie 'crescita' e 'valore' realizzate con le azioni ordinarie quotate dal 1981 al 1995.

L'analisi. Le azioni sono state scelte sulla base dei diversi ratios conosciuti al 30 giugno di ogni anno e il portafoglio di titoli e' stato mantenuto invariato dal 1° luglio al 30 giugno dell'anno successivo, quando si e' proceduto alla modifica dei titoli da inserire nello style portfolio.

La performance degli style benchmarks e' relativa, perche' e' ottenuta sottraendo il rendimento di due indici azionari globali. Il primo e' il ben noto Comit globale, un indice pesato per la capitalizzazione dei titoli che non incorpora i dividendi, mentre il secondo e' il Mise, un indice che non tiene conto del peso della capitalizzazione (equally weighted), ma che incorpora i dividendi distribuiti. Come gia' notato in passato in questa stessa rubrica, l'indice Mise e' un indice piu' efficiente e piu' realistico (dati i dividendi) da utilizzare come benchmark per una gestione azionaria italiana.

Growth style. Nel caso della figura 1 la strategia di crescita e' stata perseguita guardando al rapporto mezzi propri su prezzo, mentre nella seconda figura il benchmark portfolio e' stato costruito selezionando i titoli sulla base del rapporto tra utile netto per azione e capitalizzazione di borsa. Trattandosi di strategie di crescita, i due rapporti che hanno guidato la composizione dei portafogli sono nel quartile dei valori piu' bassi. Le due figure sono molto simili nelle performance del periodo di 15 anni, e in entrambe si nota che mentre rispetto al Comit avrebbero maturato un consistente extra-rendimento, cio' non sembra sia accaduto rispetto a

un indice piu' efficiente come e' il Mise.

Value style. Nelle figure 3 e 4 vediamo invece le performance relative dei portafogli benchmark orientati al valore. In questo caso i valori dei rapporti delle singole azioni sono quelli appartenenti al quartile alto. I portafogli benchmark orientati al valore avrebbero consentito di raggiungere degli extra-rendimenti elevati se costruiti guardando soprattutto agli earnings yield, e molto meno se questi fossero stati composti con il book-price. La superiorita' passata delle strategie orientate al valore della Borsa italiana e' messa in evidenza nella figura 5. Il quel grafico confrontiamo il rendimento differenziale tra i benchmark dei due stili di gestione con i due diversi rapporti utilizzati per la costruzione dei portafogli. Mentre con il rapporto book-price il differenziale cumulato in 15 anni dalla strategia orientato al valore sarebbe stato contenuto, nel caso degli earnings yield l'extra-rendimento e' superiore al 100 per cento. Le fenomenali performance dei portafogli con titoli ad alto rapporto utile-prezzo (o basso P/E) sono presenti in molti mercati azionari, compreso quello statunitense. Ci si puo' chiedere se questi rendimenti non sono bilanciati da un maggior rischio corso o se sono effettivamente realizzabili, a esempio a causa dell'illiquidita' dei titoli che compongono questi portafogli teorici.

Due risposte. Alla prima domanda si puo' rispondere osservando i valori degli indici di Sharpe dei diversi portafogli, riassunti nella tabella 1. Come si puo' vedere, le strategie orientate alla 'crescita' non aggiungono valore a quanto si ottiene con il semplice indice Mise, mentre quelle orientate al 'valore' e in particolare quella basata su bassi rapporti 'price/earnings' presentano risultati sensibilmente superiori.

Alla seconda domanda e' piu' difficile rispondere. Certamente i portafogli orientati al valore sono anche prevalentemente popolati da azioni a media capitalizzazione e percio' meno liquide. Ma e' anche vero che le strategie di investimenti previste prevedono una sola modificazione di portafoglio all'anno.

Piuttosto e' importante che i nostri risultati, per quanto coerenti con altri studi, possono essere resi meno significativi dalle particolarita' del mercato italiano. A esempio, i portafogli cosi' selezionati contengono, o non contengono, in modo sistematico titoli che hanno avuto storicamente rapporti prezzo/ utili o prezzo/patrimonio molto alti, come i titoli dei settori assicurativo, finanziario e bancario, per motivi non sempre legati a eccezionali potenzialita' di crescita delle singole societa'.

In secondo luogo, il mercato italiano e' un mercato dove le storie growth all'americana non esistono o si contano sulle dita di una mano. Comunque, su un fatto i dati elaborati sembrano inequivocabili: contrariamente a quanto molti credono, e cioe' che la Borsa italiana sia una borsa <speculativa dove non serve fare i conti>, anche sul nostro mercato e' stata premiata una strategia di investimento orientata alla ricerca del valore (comunque misurato), e cioe' al fare i conti e avere pazienza. Che e' poi quello che da sempre

suggeriscono i grandi investitori di successo.

GRAFICO-01 I risultati della strategia growth - Performance cumulata relativa del growth portfolio (basso book value - price) rispetto agli indici Comit e Mise (rendimenti in percentuale) GRAFICO-02 Quanto rende investire in titoli sopravvalutati - Performance cumulata relativa del growth portfolio (basso earning - price) rispetto agli indici Comit e Mise (rendimenti in percentuale) GRAFICO-03 I risultati della strategia value - Grafici: Performance cumulata relativa del value portfolio (alto book value - price) rispetto agli indici Comit e Mise (rendimenti in percentuale) GRAFICO-04 La super-performance dei titoli piu' convenienti - Performance cumulata relativa del value portfolio (alto earning-price) rispetto agli indici Comit e Mise (rendimenti in percentuale) GRAFICO-05 La strategia value batte quella growth - Performance cumulata relativa tra i due stili di gestione Value Vs. Growth (rendimenti in percentuale)

TABELLA-01

I VANTAGGI DELLA STRATEGIA VALUE

=====
Portafoglio Indice
di Sharpe
=====

Indice Comit -0,002

Indice Mise +0,030

Strategia Growth - Price/Book elevato (Figura 1) +0,032

Strategia Growth - Price/Earnings elevato (Figura 2) +0,032

Strategia Value - Price/Book basso (Figura 3) +0,046

Strategia Value - Price/Earning basso (Figura 4) +0,113

Periodo: 1981-1995

#