

Identificativo: SS950723016BAA  
Data: 23-07-1995  
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - I dati mostrano che puntare sui value stocks si rivela in parte inefficace in alcuni mercati  
Le azioni a buon prezzo non sempre sono vincenti

SILVIO BENCINI e MAURIZIO MURGIA

Per molti anni sia gli economisti che i professionisti dedicati all'analisi dei mercati finanziari hanno spesso sostenuto che le strategie d'investimento rivolte alla selezione dei titoli con un interessante fondamentale (le value strategies) hanno raggiunto delle performance notevolmente superiori a qualsiasi benchmark. Le value strategies si ritrovano già nella bibbia di Graham & Dodd, pubblicata nel 1934. Tuttavia, solo recentemente esse sono tornate di grande attualità nel mondo accademico e dei gestori perché alcuni studi scientifici le hanno riscoperte, avanzando l'ipotesi della loro superiorità. Le value strategies consistono nell'acquistare azioni che hanno dei prezzi bassi rispetto agli utili, dividendi, mezzi propri o qualsiasi altro valore fondamentale. Queste azioni sono quindi etichettate come value stocks. I sostenitori argomentano che una strategia che si concentri su questi titoli produce delle migliori performance perché è contraria alle strategie degli investitori non qualificati (o naïf come si preferisce chiamarli nel mondo della finanza). Le strategie naïf consistono nell'extrapolare gli utili (o i dividendi) passati e pensare che questi cresceranno allo stesso tasso di sviluppo; oppure dare eccessiva importanza sia alle buone che alle cattive notizie che vengono riportate sui titoli. Le strategie vincenti. Ma l'esempio più efficace di investimento naïf è quello che ritiene che i titoli quotati di una società ottimamente gestita siano un ottimo investimento finanziario, senza osservare qual è il prezzo che bisogna pagare. Gli investitori naïf si concentrano quindi su titoli che hanno avuto delle ottime performance passate (titoli chiamati glamour stocks) con il risultato che questi saranno sopravvalutati; inoltre, reagiscono prontamente contro le azioni che scendono, e i loro disperati ordini di vendita accelerano la discesa dei prezzi. Queste azioni si ritroveranno presto ad avere dei rapporti rispetto ai valori fondamentali che attireranno l'interesse degli investitori contrari.

Nonostante questa evidenza, nei mercati finanziari sia gli investitori individuali che quelli istituzionali continuano a preferire le glamour stocks e generalmente evitano le strategie contrarie, orientate alle value stocks. Per gli investitori istituzionali ciò è comprensibile, dato che preferiscono (o debbono) avere in portafoglio titoli con buone performance passate: può essere imbarazzante giustificare la presenza di titoli in

portafoglio che hanno perso il 30% nell'ultimo anno. Sulla superiorita' delle strategie contrarie c'e' comunque un forte dibattito: sui numeri, su aspetti metodologici e sulle differenze tra i mercati internazionali. Sui numeri e' interessante notare che, a esempio per il mercato statunitense, la differenza di rendimento medio, in un orizzonte d'investimento di cinque anni nel periodo 1968-1990, tra una strategia value e una strategia glamour e' stata del 91%; differenza che si riduce pero' al 14% se consideriamo i valori mediani. Per farla breve, ci sono diversi aspetti poco rassicuranti nelle strategie sui titoli perdenti. Sugli aspetti metodologici si discute se tutto cio' sia essenzialmente un problema di misurazione corretta del rischio (come spesso accade in finanza). Un ultimo punto del dibattito e' la validita' internazionale di queste strategie. A esempio, potremmo decidere di investire in mercati azionari che recentemente sono stati perdenti e che quindi manifesteranno rapporti fondamentali piu' elevati e al contrario disinvestire (o andare corti) nei mercati che si sono apprezzati eccessivamente. Perche' questo sia possibile e' necessario che le strategie value e glamour vogliano dire la stessa cosa in ogni mercato del mondo.

Comportamenti diversi. I grafici qui presentati riproducono un esercizio che abbiamo effettuato con l'ausilio del modello multifattoriale di Barra. Abbiamo stimato (al lordo dei costi di transazione) gli extrarendimenti di un portafoglio azionario coperto (grazie a un adeguata diversificazione) lungo sulle value stocks e corto sulle glamour stocks. Inoltre abbiamo controllato per molte delle piu' note spine dolorose di questo tipo di analisi di portafoglio: a esempio, prendiamo in considerazione tutti i titoli quotati via via osservati senza escludere quelli cancellati dal listino entro il periodo di analisi. Dai grafici osserviamo che questa strategia, sostanzialmente priva di rischio, sarebbe stata di successo solo nel mercato statunitense, avrebbe prodotto risultati negativi in Giappone, e risultati pressoché nulli nel Regno Unito. Nel caso di Francia, Germania e Svizzera, che non riproduciamo, avremmo ottenuto dei risultati rispettivamente: positivi, negativi e nulli.

Il risultato positivo degli Stati Uniti non stupisce, dato che secondo altre modalita' e prospettive era già emerso negli studi accademici. E' invece sorprendente il risultato di altri mercati. Siamo poi andati alla ricerca di quale singolo valore fondamentale avesse prodotto risultati positivi. A questo punto, pero', il nostro portafoglio non e' piu' hedged (coperto) ma sbilanciato in una specifica direzione. Da queste analisi emergono molti particolari interessanti e curiosi. Ne riportiamo uno: per quasi tutti i mercati analizzati le strategie di valore concentrate sul rapporto utile/prezzo producono dei rendimenti in eccesso rispetto ai fattori di rischio. L'unico risultato che induce cautela riguarda la Borsa svizzera, che nel periodo 7/89-12/94 avrebbe prodotto un risultato nullo. Quale insegnamento trarre dalle performance e dalla filosofia delle strategie contrarie? E' sicuramente uno stile di gestione da

analizzare e seguire con profondita' di analisi e giudizio. Date le modalita' con cui sono state sottoposte al vaglio scientifico e operativo, e' da escludere che tali strategie siano un fatto meramente artificiale. Qualcosa di vero c'e', ma non siamo in grado di affermare oggi se siano o no un free lunch.

GRAFICO-01 Dove vincono i titoli sottovalutati (Extra-rendimento  
Grafici: accumulato secondo l'analisi di multifattoriale di Barra di un portafoglio  
lungo sui value stocks e corto sui glamolur stocks - Dati in percentuale)

#