



Amit Goyal

Professore di Finanza all'Università di Losanna e Senior Chair SFI. Ha ottenuto il dottorato in Finanza presso la UCLA. La sua ricerca riguarda temi di empirical asset pricing.

Previsioni finanziarie

Le previsioni, sia che siano fatte da un veggente che esamina le viscere di animali sacrificali o da un econometrico che calcola una matrice inversa, sono sempre state essenziali e, in qualche modo, magiche per la nostra società. L'aspirazione dell'umanità a prevedere il futuro è legata alla sua ambizione di influenzarlo, indirizzandolo verso esiti favorevoli evitando quelli negativi. Oggi, la stampa e il grande pubblico considerano gli economisti dei previsori. Sebbene questa sia un'eccessiva semplificazione della professione, è vero che moltissimi economisti cercano di prevedere, con la massima precisione, PIL, inflazione, disoccupazione, tassi d'interesse, utili societari e deficit di bilancio. La qualità della previsione dovrebbe essere basata sia sulla precisione che sulla capacità di spiegare il risultato. Ma finché le decisioni finanziarie saranno prese da esseri umani, spesso simili ad atomi e molecole che rimbalzano le une contro le altre, dovremo accontentarci di previsioni accurate solo in media.

Quali metodi vengono utilizzati per prevedere i rendimenti finanziari?

La previsione dei rendimenti finanziari è generalmente effettuata utilizzando modelli di regressione e dati storici sulle caratteristiche degli asset, come la capitalizzazione o il rapporto tra valore contabile e valore di mercato. Vi sono due scuole di pensiero in merito al modo in cui questi modelli andrebbero calcolati: una utilizza un approccio "cross-sectional", considerando molteplici titoli in un singolo punto temporale, l'altra utilizza serie storiche di singole azioni su molteplici periodi.

Cosa implicano le differenze tra questi due modelli?

In una strategia di "cross-sectional momentum", gli investitori assumono posizioni lunghe su asset che hanno rendimenti maggiori rispetto al rendimento medio nella cross-section e posizioni corte su quelli che hanno rendimenti più bassi. Una strategia cross-section è quindi, per definizione, ad esposizione netta pari a zero, nel senso che, per ogni dollaro investito nella componente long, un dollaro è disinvestito in quella short. In una strategia di momentum basata su serie storiche, gli investitori assumono posizioni lunghe negli asset che hanno rendimenti positivi e posizioni corte in quelli che hanno rendimenti negativi. Tale strategia ha quindi un'esposizione lunga netta quando il mercato è rialzista e in crescita, mentre una corta netta quando il mercato è ribassista e in perdita.

Risultati empirici relativi alle azioni quotate al NYSE tra il 1946 e il 2013, rivelano un rendimento annuo del 5,0% per le strategie cross-section

e del 9,3% per quelle basate su serie storiche. Tuttavia, la diversa base d'investimento delle due strategie rende difficile un vero confronto.

Come è possibile rendere confrontabili le strategie cross-section e quelle basate su serie storiche?

Il problema principale da risolvere riguarda il diverso finanziamento di una strategia cross-section rispetto a quello di una basata su serie storiche. Come spiegato sopra, le strategie cross-section sono, per costruzione, ad esposizione netta pari a zero, mentre quelle basate su serie storiche assumono posizioni nette lunghe o corte, a seconda del numero di azioni con rendimenti positivi o negativi e possono richiedere il finanziamento di terzi. Dal momento che il NYSE ha registrato una crescita significativa nel periodo considerato, il portafoglio costruito su serie storiche aveva una posizione lunga netta di 0,4 USD in titoli rischiosi, con 1,2 USD investiti in posizioni lunghe e 0,8 in posizioni corte. Il portafoglio cross-section aveva, invece, una posizione netta pari a zero. Poiché il premio per i titoli rischiosi è stato positivo nel periodo in esame, il portafoglio costruito sulle serie storiche ha ottenuto rendimenti superiori in quanto aveva un'esposizione lunga netta in una fase rialzista. Per mettere le due strategie sullo stesso piano, occorre modificare il rendimento cross-section aggiungendo il premio al rischio.

Cosa si può concludere quindi in termini di prevedibilità dei rendimenti?

Un'ulteriore analisi delle stesse azioni quotate sul NYSE rivela che le strategie cross-section corrette evidenziano un rendimento annuale del 9,4%, al posto del precedente 5,0%. Un rendimento di fatto simile al 9,3% osservato per le strategie basate su serie storiche. La stessa conclusione (rendimenti simili tra le due strategie dopo l'aggiustamento) è stata rilevata in un'ampia gamma di titoli e orizzonti temporali.

Qual è il miglior strumento disponibile per prevedere i rendimenti temporali?

Una parte della letteratura esistente afferma che i metodi di prevedibilità dei rendimenti basati su serie storiche sono nettamente più redditizi di quelli cross-section. Questa affermazione è errata. I modelli più recenti mostrano che, nel prevedere i rendimenti delle azioni, le strategie basate su serie storiche e quelle cross-section modificate offrono la stessa qualità in termini di prevedibilità. E quando si cerca di prevedere i rendimenti delle asset class internazionali, le strategie basate su serie storiche registrano performance nettamente peggiori rispetto alle strategie cross-section modificate.





Umberto Boccato

Head of Investments presso Mirabaud Asset Management, è entrato nel Gruppo nel 2005 come CIO per i fondi di hedge fund. È titolare di una laurea in Economia e di un MBA della Loyola Marymount University.



Mark Temnikov

Economista e strategist presso Mirabaud Asset Management. È "global champion" nella CFA Institute Research Challenge ed è titolare di una laurea in Economia e di un Master in Finanza di HEC Losanna.

La diversificazione tramite gli approcci cross-section e quelli basati su serie storiche

Il Professore SFI Amit Goyal e il Professor Jegadeesh, suo coautore, confrontano la prevedibilità dei rendimenti delle strategie d'investimento cross-section e di quelle basate su serie storiche. L'analisi empirica degli autori indica come l'eventuale miglior performance relativa dell'approccio basato su serie storiche sia il risultato della remunerazione della sua posizione lunga netta variabile nel tempo sugli asset rischiosi, che beneficia del premio al rischio. I dati mostrano che rispetto all'approccio cross-section, quello basato su serie storiche beneficia del market timing, in quanto i mercati hanno in media un rendimento positivo. In realtà, per scegliere tra le due strategie gli investitori devono comprendere l'esposizione al rischio e le implicazioni per la diversificazione che ciascun approccio comporta.

Non tutte le strategie sono create con la stessa esposizione in termini di rischio/rendimento

Gli investitori costruiscono il loro portafoglio con un approccio cross-section con un'esposizione netta pari a zero o con un approccio basato su serie storiche con un'esposizione direzionale. In particolare, il momentum basato su serie storiche si concentra sulla performance assoluta, in altre parole si acquistano i titoli che salgono e si vendono allo scoperto quelli che scendono, mentre il momentum cross-section utilizza la demarcazione della performance relativa basata sul rendimento medio. Ciò implica che, se da un lato, entrambi gli approcci generano alfa, dall'altro, quello basato su serie storiche espone gli investitori a un rischio di mercato più elevato in quanto il bilanciamento delle posizioni lunghe e corte nell'approccio cross-section riduce il rischio legato al beta. Per gli investitori, la scelta tra l'approccio basato sulle serie storiche e quello cross-section dipende anche dalle loro esigenze di diversificazione. Ad esempio, con l'approccio basato sulle serie storiche gli investitori avranno una diversificazione variabile per effetto della variazione dell'esposizione netta. È interessante constatare che possono esservi benefici di diversificazione derivanti dalla combinazione dei due approcci. In definitiva, la scelta dell'approccio dipende anche dal contesto di mercato.

Il market timing e le dimensioni delle posizioni fanno la differenza

Nelle fasi di mercato turbolente, i portafogli momentum registrano andamenti molto negativi. Da un punto di vista quantitativo, la scomposizione dei rendimenti azionari in N fattori mostra che esiste

prima di tutto un fattore mercato. Se questo fattore evidenzia un trend positivo, la scelta della strategia dovrebbe favorire l'approccio basato sulle serie storiche anziché quello cross-section, al fine di beneficiare dell'autocorrelazione positiva dei rendimenti di mercato nell'orizzonte di riferimento. Di fatto, questo primo fattore prevalente è annullato per costruzione nell'approccio cross-section. Inoltre, la letteratura accademica evidenzia come l'approccio cross-section perda nella sua componente short a causa dell'effetto gennaio. Infine, l'approccio basato sulle serie storiche non pone vincoli al numero di posizioni nel portafoglio vincente e in quello perdente, e poiché ogni posizione può essere negoziata, le dimensioni di ciascuna di esse possono essere inferiori rispetto all'approccio cross-section, in cui il numero di posizioni e le loro dimensioni dipenderanno dai parametri della strategia.

Non mettere tutte le uova nello stesso paniere

Vi è un altro motivo per cui le conclusioni quantitative dello studio non dovrebbero indurre gli investitori ad evitare l'approccio basato sulle serie storiche. Alcuni stili d'investimento funzionano meglio con le serie storiche piuttosto che in modalità cross-section. La letteratura mostra, ad esempio, che lo stile momentum registra performance migliori con l'approccio basato sulle serie storiche, mentre un "value style" fa meglio nell'approccio cross-section. Dunque, per generare rendimenti positivi in tutte le condizioni di mercato, gli investitori dovrebbero diversificare tra i due approcci, nonché tra stili e asset class.

"La superiorità permanente non si è mai realizzata nella storia"

Mentre dal punto di vista fornito di recente dalla letteratura accademica l'approccio cross-section, nella sua versione modificata, può sembrare superiore, le scelte degli investitori dipenderanno dal contesto di mercato e dalla forza della sua direzione. Un elevato numero di studi rivela la performance delle varie strategie nelle serie temporali e in modalità trasversale nei diversi paesi, orizzonti temporali e asset class. Ma vi sono molti altri fattori che possono spiegare la differenza di performance. Ulteriore ricerca dovrebbe integrare la correzione dei rendimenti, nonché considerare altri fattori che spiegano il mercato. Questi fattori hanno un'incidenza significativa sul differenziale di rendimento tra i due metodi e gli investitori devono esserne consapevoli quando scelgono tra i due approcci.

