

Portafogli Obbligazionari - Metodo e Risultati (2008 - 2016)

L'attività di Tiche inizia nel 2001.

Nel corso degli anni abbiamo via via approfondito le nostre conoscenze sui meccanismi dei mercati finanziari che ci hanno quindi permesso di sviluppare un NOSTRO METODO nella gestione del portafoglio, i cui **criteri fondamentali** e i relativi **risultati** sono quelli esposti nella seguente **SEZIONE 1**.

Nella seguente **SEZIONE 2** un'alternativa alla gestione dei PORTAFOGLI OBBLIGAZIONARI

Nella seguente **SEZIONE 3** il supporto teorico: TEORIA DI SHILLER.



PREMESSA METODOLOGICA - LA SELEZIONE DEI TITOLI AZIONARI

Costruzione e monitoraggio del portafoglio azionario

Costruzione del portafoglio azionario - Criteri di selezione

La costruzione di un portafoglio azionario sufficientemente diversificato passa attraverso il seguente processo di selezione titoli (oltre all'approfondimento successivo dei bilanci delle singole aziende). I criteri utilizzati per la selezione sono di seguito riportati.

- Il cosiddetto **ROE** (Return on equity) = Redditività sul capitale investito. Acquistare una quota di un buon business è meglio che acquistare una quota di un cattivo business. È consigliabile acquistare una società che investe i suoi soldi con elevati indici di rendimento rispetto a una che consegue rendimenti modesti. In altri termini: il ROE deve essere il più alto possibile.
- Il cosiddetto **E/P** (Earnings/Price) = Rendimento attuale (Utile/Prezzo nel momento in cui lo compriamo) del titolo. È consigliabile acquistare una quota di una azienda a un "prezzo d'occasione", cioè pagando un prezzo relativamente basso per gli utili che l'azienda produce. Ovvero, a parità di prezzo, bisogna comprare i titoli di aziende che abbiano utili più elevati. Ciò ci consente godere di un "margine di sicurezza", dato proprio dal fatto che siamo sicuri di non aver pagato un prezzo troppo elevato. In altri termini: l'E/P deve essere il più elevato possibile.
- Il cosiddetto **Coefficiente di indebitamento**. È consigliabile acquistare una quota di una azienda poco indebitata perché è sottoposta a un minor rischio legato alle oscillazioni dei tassi di interesse. In un certo periodo può essere molto conveniente investire capitale di altri (per esempio perché i tassi sono molto bassi) ma nel momento in cui le condizioni cambiano (per

esempio quando i tassi aumentano), la redditività ne può risentire in modo significativo. In altri termini: il Coefficiente di indebitamento deve essere il più basso possibile.

Oltre a questi parametri che riteniamo IMPRESCINDIBILI, affiniamo la ricerca dei titoli con altri, tra i quali:

- Il cosiddetto **P/BV** (Price to book value) = Prezzo/Valore di libro. Indica qual è il prezzo che pago per avere diritto ad essere socio, ovvero proprietario di una quota di patrimonio netto + riserve dell'azienda. Metaforicamente parlando, quanto pagherei per comprare i "capannoni" dell'azienda. Più basso è, meglio è.
- **Margine operativo**. Indica quant'è il margine che l'azienda riesce ad ottenere sui prodotti che vende. Più alto è, meglio è.
- **Market value**. È il valore dell'azienda in borsa = Prezzo per numero di azioni. Selezioniamo tra aziende sufficientemente grandi, in termini di Market value "effettivo" (cioè effettivamente acquistabile sul mercato).
- **Paesi**. La scelta dei paesi dove investire avviene nella fase di valutazione dell'asset allocation, ovvero della decisione di quante azioni/obbligazioni/liquidità detenere percentualmente in portafoglio.
- **Settori**. L'eventuale scelta di settori particolari, così come l'esclusione di settori o meno, avviene nella fase di valutazione dell'asset allocation, ovvero della decisione di quante azioni/obbligazioni/liquidità detenere percentualmente in portafoglio.
- **Valute**. L'eventuale scelta di valute particolari, così come l'esclusione di valute o meno, avviene nella fase di valutazione dell'asset allocation, ovvero della decisione di quante azioni/obbligazioni/liquidità detenere percentualmente in portafoglio.

Monitoraggio del portafoglio azionario

I criteri di selezione servono ad individuare i titoli più interessanti all'interno dell'universo investibile. In Europa, ad esempio, su un universo disponibile di circa 4.500 titoli, con i nostri criteri di selezione si arriva ad identificare qualche decina di titoli potenzialmente interessanti.

Naturalmente poi è fondamentale verificare nel tempo se, ed in quale misura, le selezioni effettuate producono i risultati previsti, ovvero se i risultati si discostano, e in che misura, dal semplice acquisto di un indice azionario (indice di confronto).

Di regola i titoli acquistati vengono mantenuti in portafoglio e monitorati con una cadenza almeno mensile, per verificare il permanere o meno dei numeri presenti al momento della selezione e l'eventuale intervento di situazioni "eccezionali".

- In condizioni normali:

- i titoli che mantengono un ROE abbastanza elevato vengono mantenuti in portafoglio
- i titoli che hanno un ROE in diminuzione vengono messi "sotto osservazione" (mantenuti in portafoglio, ma sottoposti ad una più stringente verifica periodica)
- i titoli che hanno un ROE basso vengono sostituiti con altri titoli selezionati ex novo.

Naturalmente le scelte riguardo i titoli da vendere/mantenere non vengono prese solamente in base al ROE ma valutando ogni volta tutti i criteri descritti sopra. Se, per esempio, un titolo acquistato mantenesse un ROE elevato ma, nel corso dell'anno, il suo E/P diventasse troppo basso (per es. nel caso in cui il prezzo salisse molto rispetto agli utili), procederemmo comunque a consigliarne la sostituzione (vedi punto successivo).

- In condizioni eccezionali, uno o più titoli possono essere eliminati/sostituiti con altri selezionati ex novo.

Risultati del portafoglio azionario dal 2000 al 2016

Premessa metodologica

L'attività di Tiche inizia nel 2001. Nel corso degli anni abbiamo via via approfondito le nostre conoscenze sui meccanismi dei mercati finanziari che ci hanno quindi permesso di sviluppare un NOSTRO METODO nella gestione del portafoglio, i cui punti fondamentali sono quelli appena esposti nella SEZIONE 1.

Dall'estate del 2008 tale metodo è stata applicato concretamente nella costruzione dei portafogli dei nostri clienti. Tale versione del modello possiamo semplicemente definirla come "**MODELLO DI BASE - TICHE 1.0**".

IMPORTANTE: i dati precedenti al 01.08.2008 rappresentano un back-test, cioè il nostro metodo è stato applicato sui dati storici, ma non effettivamente applicato ai portafogli dei nostri clienti.

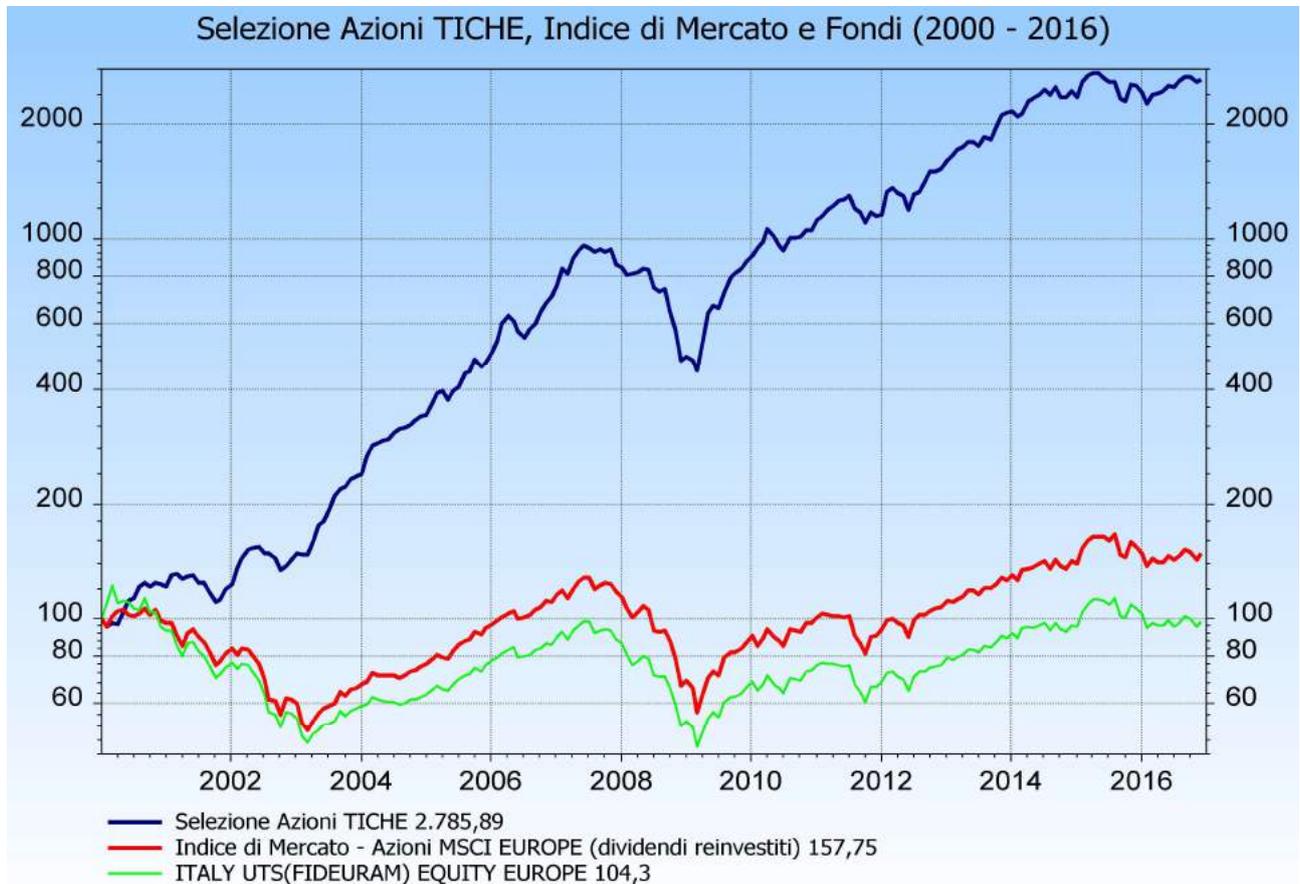
Nel corso del 2012 abbiamo incorporato altre idee e "ragionamenti", complicando e raffinando il "modello di base" arrivando ad un "nuova versione" che abbiamo cominciato ad applicare concretamente ad inizio del 2013. Tale versione possiamo semplicemente definirla come "**MODELLO NUOVO - TICHE 2.0**". I risultati sono riportati nei grafici seguenti (cumulativamente e anno per anno: dal 2000 al 2016).

IMPORTANTE: i dati precedenti al 01.01.2013 rappresentano un back-test, cioè il nostro metodo è stato applicato sui dati storici, ma non effettivamente applicato ai portafogli dei nostri clienti.

IMPORTANTE: Il Metodo Tiche è continuamente messo in discussione, sottoposto a verifiche, aggiornamenti e miglioramenti.

CUMULATO - Periodo: 2000 - 2016

(100€ investiti il 01.01.2000, quanti sono diventati il 31.12.2016?)



Fonte: Thomson Reuters Datastream elaborazione Tiche Srl

UN'ALTERNATIVA ALLA GESTIONE DEI PORTAFOGLI OBBLIGAZIONARI

Questa ipotesi contempla la possibilità di investire parte delle disponibilità (in teoria fino ad un 25% dei fondi totali) in un portafoglio di azioni adeguatamente diversificato (circa 30-40 titoli).

Riportiamo i risultati conseguiti nel periodo: 01.08.2008 - 31.12.2016.

Non abbiamo scelto tale lasso di tempo casualmente, ma perché rappresentativo di condizioni limite che si sono verificate: situazioni di enorme stress sia dei mercati azionari (estate 2008 - primavera 2009) che di quelli obbligazionari (autunno 2011 - primavera 2012). Si tratta, in sintesi, di un ottimo test.

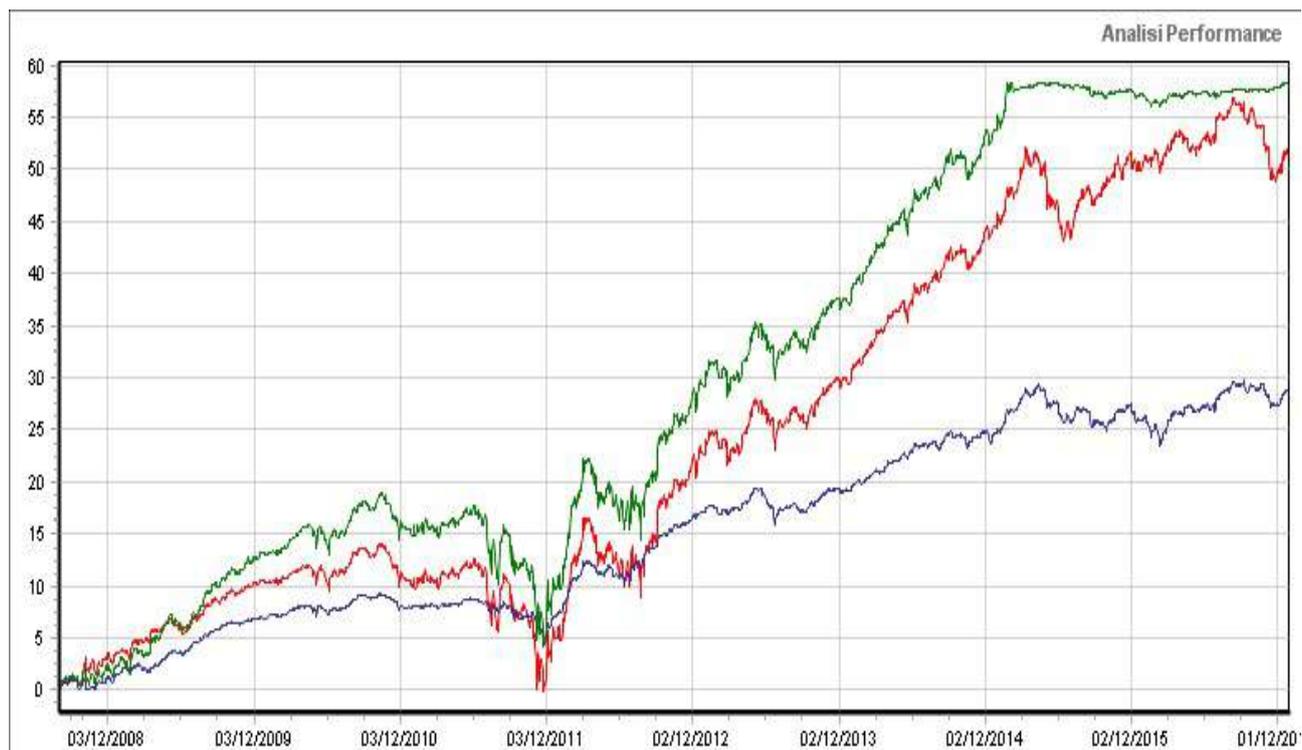
Riportiamo di seguito i risultati di tre portafogli tipo:

- A) Un esempio in cui la percentuale azionaria nel portafoglio è pari al 5% (il restante 95% sono titoli di Stato Italia). Vengono confrontati 3 portafogli azionari DIVERSI: quello con il 5% di azioni, l'**Indice generale dei titoli di Stato (MTS)** e l'**Indice Fideuram dei Fondi Obbligazionari**.
- B) Un esempio in cui la percentuale azionaria nel portafoglio è pari al 15% (il restante 85% sono titoli di Stato Italia). Vengono confrontati 3 portafogli azionari DIVERSI: quello con il 5% di azioni, l'**Indice generale dei titoli di Stato (MTS)** e l'**Indice Fideuram dei Fondi Obbligazionari**.
- C) Un esempio in cui la percentuale azionaria nel portafoglio è pari al 25% (il restante 75% sono titoli di Stato Italia). Vengono confrontati 3 portafogli azionari DIVERSI: quello con il 5% di azioni, l'**Indice generale dei titoli di Stato (MTS)** e l'**Indice Fideuram dei Fondi Obbligazionari**.

ESEMPIO A - AZIONI 5% - TITOLI DI STATO ITALIA 95%

- Portafoglio di titoli di Stato Italia (**ROSSO**)
- Portafoglio di Fondi Obbligazionari Italia (**BLU**)
- Portafoglio composto per l'95% dall'Indice dei titoli di Stato e per il 5% dall'Indice delle Azioni TICHE (**VERDE**)

5% Azioni + 95% Titoli di Stato Italia - (01.08.2008 - 31.12.2016)



Descrizione Strumento	Rendimento	Volatilita	Sharpe	Max Drawdown Periodo	2013	2014	2015	2016	2017
Indice MTS MTS Indice Cap. Lordo - Aggregate	51,557	5,414	0,099	-12,301	5,800	11,749	3,893	0,629	-1,145
Indice FIDEURAM Ind. Fondi Obbligazionari	28,766	2,385	0,105	-4,563	1,882	4,614	1,030	2,189	0,337
5 Azioni TICHE / 95 MTS	58,257	5,069	0,116	-12,280	6,429	12,249	1,845	0,692	0,215

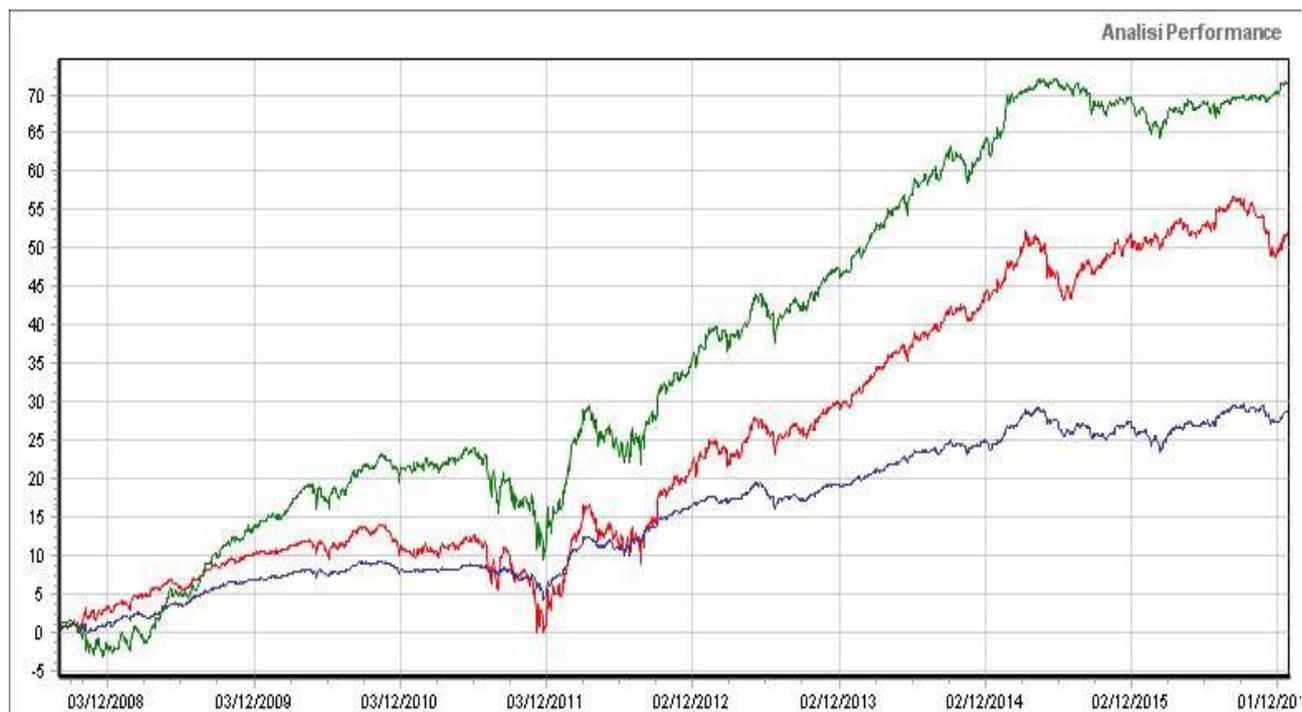
BREVE COMMENTO

- Il portafoglio con il 5% di Azioni TICHE ottiene un rendimento superiore a quello dei titoli di Stato con una volatilità (rischio) inferiore. Infatti l'Indice di Sharpe (che misura il rendimento ottenuto in rapporto al rischio sostenuto) risulta maggiore.
- Il portafoglio composto solo da Fondi Comuni Obbligazionari ottiene un Indice di Sharpe migliore, ma grazie alla volatilità molto bassa più che al rendimento elevato (che infatti è nettamente inferiore a quello dei titoli di Stato in cui i Fondi investono).
- La perdita massima del periodo (Max Drawdown) del portafoglio TICHE è inferiore a quella dei titoli di Stato.

ESEMPIO B - AZIONI 15% - TITOLI DI STATO ITALIA 85%

- Portafoglio di titoli di Stato Italia (**ROSSO**)
- Portafoglio di Fondi Obbligazionari Italia (**BLU**)
- Portafoglio composto per l'85% dall'Indice dei titoli di Stato e per il 15% dall'Indice delle Azioni TICHE (**VERDE**)

15% Azioni + 85% Titoli di Stato Italia - (01.08.2008 - 31.12.2016)



Descrizione Strumento	Rendimento	Volatilita	Sharpe	Max Drawdown Periodo	2013	2014	2015	2016	2017
Indice MTS MTS Indice Cap. Lordo - Aggregate	51,557	5,414	0,099	-12,301	5,800	11,749	3,893	0,629	-1,145
Indice FIDEURAM Ind. Fondi Obbligazionari	28,766	2,385	0,105	-4,563	1,882	4,614	1,030	2,189	0,337
15 Azioni TICHE / 85 MTS	71,646	5,309	0,136	-11,670	7,716	11,768	2,049	2,070	0,645

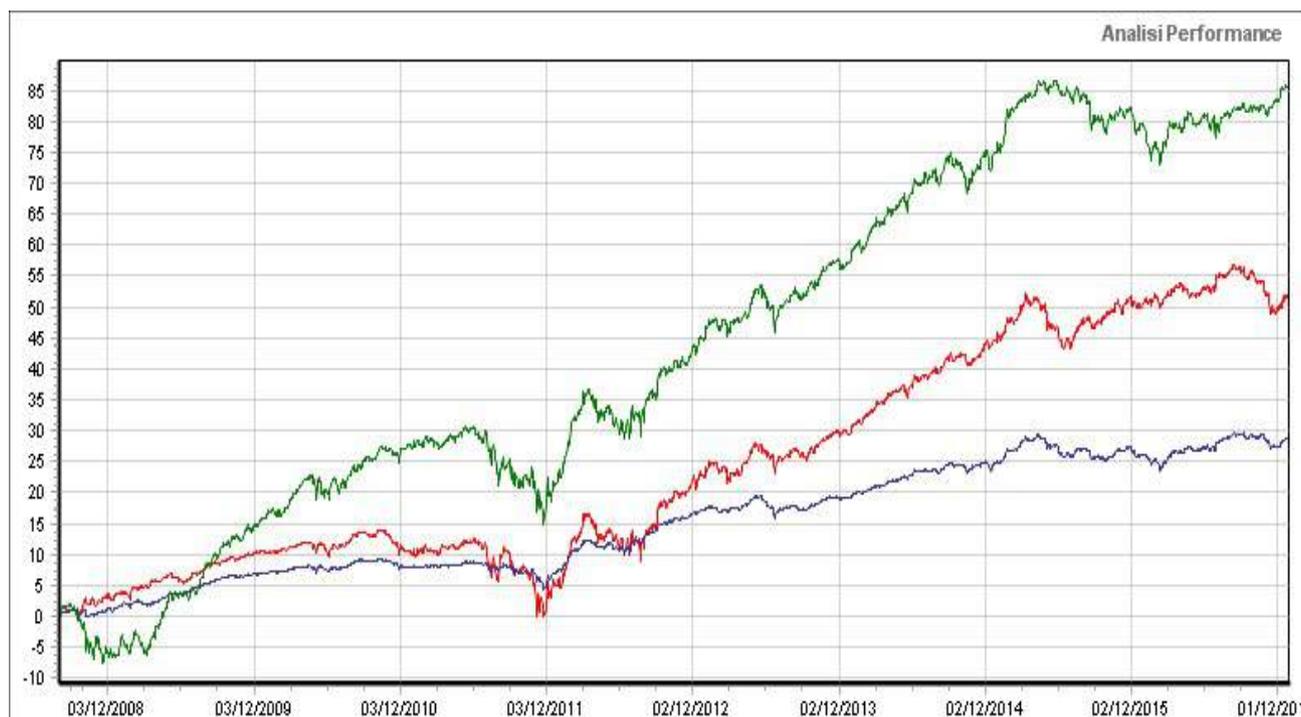
BREVE COMMENTO

- Il portafoglio con il 15% di azioni TICHE ottiene un rendimento superiore a quello dei titoli di Stato con una volatilità (rischio) inferiore. Infatti l'Indice di Sharpe (che misura il rendimento ottenuto in rapporto al rischio sostenuto) risulta maggiore.
- Il portafoglio composto solo da Fondi Comuni Obbligazionari ottiene un Indice di Sharpe migliore, ma grazie alla volatilità molto bassa più che al rendimento elevato (che infatti è nettamente inferiore a quello dei titoli di Stato in cui i Fondi investono).
- La perdita massima del periodo (Max Drawdown) del portafoglio TICHE è addirittura inferiore a quella dei titoli di Stato.

ESEMPIO C - AZIONI 25% - TITOLI DI STATO ITALIA 75%

- Portafoglio di titoli di Stato Italia (**ROSSO**)
- Portafoglio di Fondi Obbligazionari Italia (**BLU**)
- Portafoglio composto per l'75% dall'Indice dei titoli di Stato e per il 25% dall'Indice delle Azioni TICHE (**VERDE**)

25% Azioni + 75% Titoli di Stato Italia - (01.08.2008 - 31.12.2016)



Descrizione Strumento	Rendimento	Volatilita	Sharpe	Max Drawdown Periodo	2013	2014	2015	2016	2017
Indice MTS MTS Indice Cap. Lordo - Aggregate	51,557	5,414	0,099	-12,301	5,800	11,749	3,893	0,629	-1,145
Indice FIDEURAM Ind. Fondi Obbligazionari	28,766	2,385	0,105	-4,563	1,882	4,614	1,030	2,189	0,337
25 Azioni TICHE / 75 MTS	85,727	6,147	0,140	-11,972	9,010	11,277	2,232	3,442	1,073

BREVE COMMENTO

- Il portafoglio con il 25% di azioni TICHE ottiene un rendimento superiore a quello dei titoli di Stato con una volatilità (rischio) appena superiore. L'Indice di Sharpe (che misura il rendimento ottenuto in rapporto al rischio sostenuto) risulta il migliore.
- Il portafoglio composto solo da Fondi Comuni Obbligazionari ottiene un Indice di Sharpe migliore, ma grazie alla volatilità molto bassa più che al rendimento elevato (che infatti è nettamente inferiore a quello dei titoli di Stato in cui i Fondi investono).
- La perdita massima del periodo (Max Drawdown) del portafoglio TICHE è addirittura inferiore a quella dei titoli di Stato.

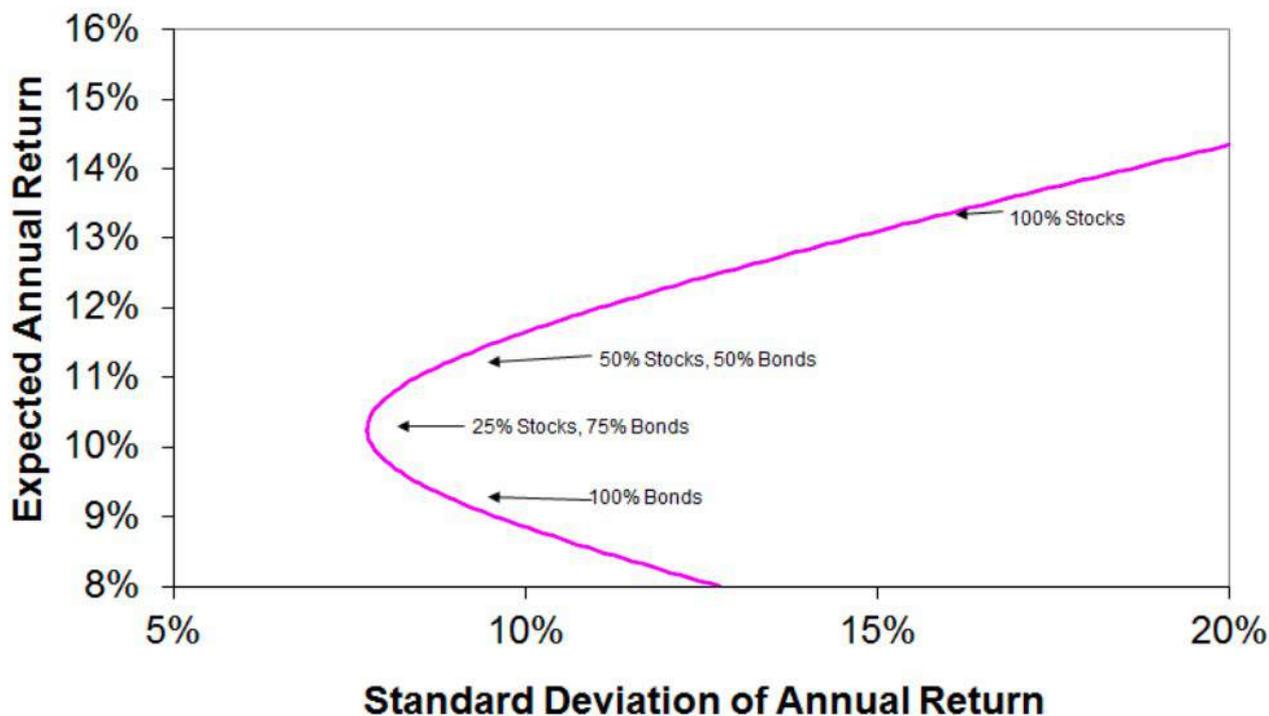
SUPPORTO TEORICO - TEORIA SHILLER

I risultati che abbiamo misurato nella gestione dei patrimoni in capo ad associazioni e consorzi a supporto dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato negli ultimi dieci anni, sembrano essere coerenti con quanto sostenuto dal prof. **Robert Shiller**, premio Nobel per l'economia nel 2013, nel suo corso "Financial Markets" che si tiene all'Università di Yale e di cui siamo stati modesti studenti.

Riprendendo gli studi fatti da **Harry Markowitz** (a sua volta premio Nobel per l'economia nel 1990), sulla base dei dati di rendimento e volatilità (rischio) di azioni e obbligazioni nel mercato finanziario statunitense negli ultimi **100 anni**, il prof. Shiller sostiene che un portafoglio di obbligazioni che venga adeguatamente diversificato in azioni può ridurre il rischio complessivo del portafoglio (volatilità), a parità di rendimento, oppure, a parità di volatilità (rischio) può consentire di ottenere rendimenti superiori. Per ogni combinazione di azioni/obbligazioni è possibile costruire una misura del rischio/rendimento complessivo che viene chiamata "frontiera efficiente", ovvero l'insieme dei portafogli di investimento che ha il massimo rendimento per ogni livello atteso/misurato di rischio/volatilità.

Graficamente:

Efficient Portfolio Frontier Stocks and Bonds



Nell'esperienza americana tutti i portafogli azioni/obbligazioni composti da 25% azioni (e oltre) + 75% obbligazioni, costituiscono combinazioni efficienti (ottimali) di rischio rendimento e l'investitore deve semplicemente scegliere su quale livello posizionarsi.

D'altra parte ciascuna combinazione al di sotto di 25% azioni + 75% obbligazioni, si configura come inefficiente (subottimale) in quanto rischia di più a parità di rendimento oppure rende di meno a parità di rischio. Questo risultato è possibile grazie al fatto che azioni e obbligazioni USA non sono

"correlate" ovvero non si muovono nella stessa direzione allo stesso tempo e quindi possono muoversi in direzioni diverse o muoversi nella stessa direzione in tempi diversi.

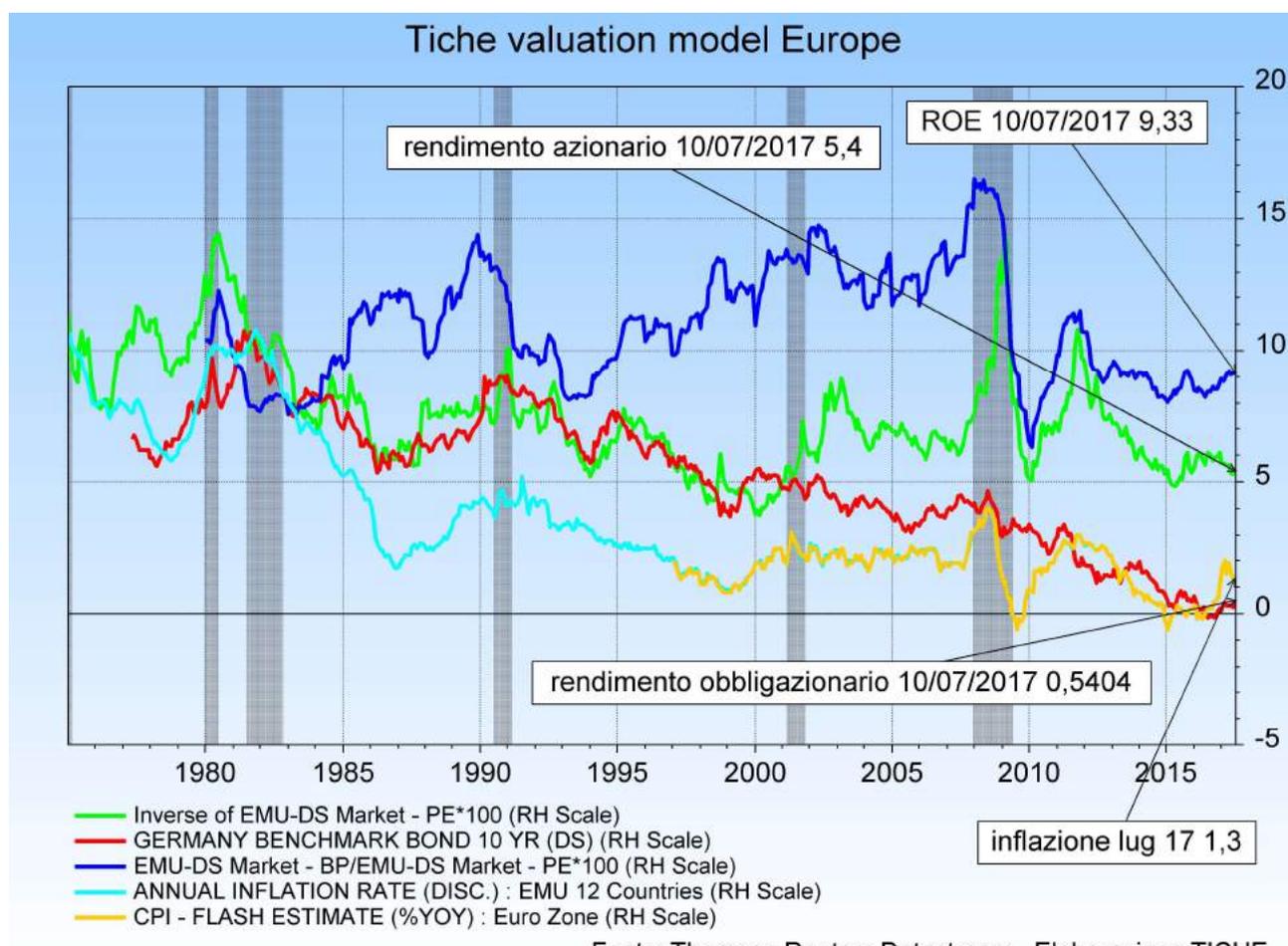
La cosa è intuitivamente comprensibile ma non di facile "accettazione psicologica". I dati evidenziati nelle pagine precedenti dimostrano quanto la teoria sia vera anche con riguardo all'Italia e agli investimenti effettuati da investitori istituzionali (anche se con peculiarità diverse).

Inoltre i risultati sono coerenti con le evidenze della nostra ricerca ultradecennale per quanto riguarda il rendimento di azioni e obbligazioni, il cosiddetto **Tiche Valuation Model**.

Questo modello, che abbiamo sviluppato nel tempo per comprendere meglio le oscillazioni di azioni e obbligazioni, nasce sulla base di uno studio della Federal Reserve americana che mette a confronto nel tempo il rendimento di azioni e obbligazioni. Noi abbiamo aggiunto la redditività delle aziende (Return on equity, o ROE), il tasso d'inflazione e il tasso d'interesse a breve termine.

Secondo la Fed nel lungo termine il rendimento di azioni e obbligazioni è "convergente" ovvero può distaccarsi per periodi di tempo anche lunghi, ma tende a convergere, diversamente vi sarebbero attività finanziarie che rendono stabilmente più di altre, cosa impossibile per la teoria economica e per il comportamento umano.

Mettendo insieme il rendimento di azioni e obbligazioni se ne può misurare il grado di "divergenza/convergenza" e unendo all'analisi una misura dell'inflazione e dei tassi d'interesse a breve termine (per le obbligazioni) e della redditività aziendale o ROE (per le azioni) si possono trarre delle indicazioni sulla convenienza relativa a detenere azioni oppure obbligazioni ed in che misura.



Le fasce verticali in grigio indicano i periodi di recessione