

Il miraggio delle small cap di Giovanna Nicodano

Il Sole 24ore, 30 maggio 2005

Si direbbe che, sui mercati azionari, “piccolo è bello”. Le small cap sono state infatti un’ancora di salvezza per i risparmiatori nel passato recente, avendo avuto rendimenti in rapporto alla volatilità più elevati di altri tipi di azioni. Se si lasciassero guidare da questo rapporto – e più in generale dal modello di Markowitz – nelle scelte di portafoglio per il futuro i fondi pensione investirebbero una quota notevole del patrimonio in questo segmento di borsa. Ciò soddisferebbe anche le aspettative di quanti si aspettano che questi contribuiscano alla crescita delle piccole società quotate. Farsi guidare da questo rapporto è però fuorviante nel caso delle small cap. Queste azioni sono infatti molto esposte al “rischio varianza”, cioè al rischio di avere rendimenti bassi quando il resto del mercato è volatile oppure di avere volatilità elevata e rendimenti bassi quando il resto del mercato è depresso. Questo è stato dimostrato, per i mercati statunitensi, sul *Journal of Financial Economics* in un saggio di Acharya e Pedersen. I due economisti riescono anche a spiegare uno dei fatti paradossali della finanza, cioè la ragione per cui le small cap rendono, al netto del “rischio β ”, mediamente di più delle società ad elevata capitalizzazione: hanno infatti un contenuto di “rischio varianza” superiore. Piccolo è bello quando è bello, ma è più brutto quando è brutto.

Cosa possa fare un gestore di portafoglio per controllare questo rischio addizionale è discusso in uno studio del CeRP, che verrà presentato oggi a Torino. Per misurare il rischio varianza si stimano i rendimenti medi e le volatilità di ciascuna asset class nelle diverse fasi di mercato - orso normale e toro. Il gestore soppesa quindi, nelle sue scelte, il modo in cui si comporta ciascuna asset class in queste fasi. Tipicamente il gestore vorrà rischiare poco nelle fasi di mercato orso, già difficili. Tenderà quindi a privilegiare quell’ asset class che ha rendimenti medi più elevati, volatilità più bassa e correlazione inferiore nelle fasi orso piuttosto che in quelle toro. Il metodo tradizionale considera invece rendimenti medi e volatilità costanti nelle fasi del ciclo, trascurando quindi del tutto il “rischio varianza”.

Per dare un’idea dell’entità e degli effetti del rischio varianza, la tabella qui sotto riporta le statistiche relative a serie di rendimenti settimanali delle azioni Nord America, Pacifico e Small Cap Europa in un periodo particolarmente difficile, tra il 1999 ed il 2003. La parte superiore della tabella rappresenta l’approccio tradizionale, che riterrebbe le small cap europee più redditizie e meno volatili. La parte inferiore della tabella rivela però che le small cap sono effettivamente redditizie e poco volatili nelle fasi di mercato normali. Nelle fasi di mercato orso, però, hanno la maggior volatilità ed il minor rendimento medio. Il gestore tradizionale avrebbe investito più della metà del portafoglio azionario nelle small cap. Quello consapevole del rischio varianza si sarebbe accontentato del 10%, nonostante il fatto che la probabilità di trovarsi in una fase di mercato normale sia molto elevata. Piccolo è bello, si direbbe, ma a piccole dosi.

Il buon senso, che invita alla cautela, si direbbe essere sufficiente per un’oculata gestione del portafoglio. In verità, se si allarga il menu delle attività considerate si può scoprire che una di queste copre bene il portafoglio dal rischio varianza delle small cap europee—quindi ridurre drasticamente la quota investita in small cap ne pregiudicherebbe inutilmente la performance nelle fasi normali. Piccolo torna quindi bello sempre, purché il gestore sappia misurare e coprirsi dal rischio varianza.

Tabella:

Modello tradizionale			
	Nord America	Pacifico	Europa – Small cap
1. Eccessi di rendimento medi	-0.0008	-0.0007	0.0002
2. Volatilità	0.0285	0.0259	0.0222
Modello a tre stati			
	Nord America	Pacifico	Europa – Small caps
1. Eccessi di rendimento medi			
Bear	-0.0268	-0.0256	-0.0288
Normale	-0.0006	0.0007	0.0032
Bull	0.0214	0.0157	0.0136
2. Volatilità			
Bear	0.0247	0.0277	0.0290
Normale	0.0226	0.0219	0.0153
Bull	0.0343	0.0241	0.0177