

# IL MOTORE DELLA PERFORMANCE

Quando si tratta di investimenti, il metodo fa premio sulle scommesse direzionali, soprattutto quando nei mercati sembra prevalere lo smarrimento

Il rischio è il motore della performance, è la moneta che acquista il rendimento.

Questa semplice verità è la necessaria premessa di qualsiasi ragionamento sugli investimenti finanziari, il rischio è la loro doppia elica, la loro dimensione ontologica, l'ombra sulla parete della caverna che da secoli seduce matematici, statistici e avventurieri, i Bardi e gli Acciaiuoli del XIV secolo e John Law, l'uomo che alla corte del re di Francia inventò il denaro.

Il concetto di rischio nasce con la società moderna, con l'aspirazione di poter prevedere e possibilmente controllare le conseguenze delle decisioni. Nelle società antiche l'incertezza e la paura erano spiegate con gli dei, la natura, Dio. Nella società moderna il pericolo, il rischio, sono spiegati dall'indagine scientifica e considerati, per quanto possibile, controllabili. Rispetto al passato non è la quantità dei rischi a fare la differenza, quanto la qualità del controllo, la coscienza del livello di rischio di ogni decisione, ad esempio fumare, guidare senza cintura, utilizzare senza criterio alcun le risorse naturali del pianeta.

Gli anni Ottanta, gli anni dell'iper-consumo e dell'edonismo reaganiano, furono il passaggio dalla società delle classi alla società del rischio. La modernità ha originato nuove fonti di pericolo e il tratto dominante del nuovo tempo non è più la distribuzione del reddito ma la promessa di sicurezza.

Nel 1952 Harry Markowitz trasformò il rischio da concetto (le azioni sono più rischiose delle obbligazioni) a numero (una certa combinazione di azioni è meno rischiosa di certe obbligazioni).

Qualche decennio dopo Ulrich Beck adattò il concetto di rischio alla società. Il sociologo tedesco aveva intuito il radicale cambiamento sociale ed elaborò il concetto di "incertezze fabbricate": "non il cambiamento climatico, i disastri ecologici, le minacce del terrorismo internazionale" scrive "ma la crescente consapevolezza che viviamo in un mondo interconnesso, che sta andando fuori controllo, crea la novità della società del rischio ... i rischi comprendono gli stati-nazione, le alleanze militari, e tutte le classi sociali, e presentano nuovi tipi di sfide alle istituzioni designate al loro controllo, le regole istituite di attribuzione e responsabilità, causalità, colpevolezza, giustizia, crollano".

Viviamo pienamente nella società del rischio, la domanda di sicurezza preconizzata da Beck è cresciuta fino al parossismo mentre la grammatica politica degli anni Ottanta si è fatta inadeguata. I concetti di rischio, responsabilità, costo, conseguenze sono sempre più labili, l'emotività delle pubbliche opinioni è assecondata dalla politica anziché esserne guidata. L'emotività è la cifra di questo tempo, è bene tenerlo presente quando si ragiona di scelte di investimento e pianificazione di lungo termine.

Verificare costantemente il metodo, diffidare delle false sicurezze, pazientare per superare i momenti di volatilità sono i comportamenti dell'investitore saggio, "è proprio quando credete di sapere qualcosa che bisogna guardarla da un'altra prospettiva" dice il professor Keating ai suoi studenti e, per dimostrarlo, li esorta a salire sul banco e guardare l'aula da lì.



**Carlo Benetti**  
Market Specialist di  
GAM (Italia) SGR S.p.A.

Quando le borse mettono a segno in poche settimane un rimbalzo a doppia cifra è forse il momento di guardare le cose da una prospettiva diversa: il rimbalzo è stato favorito dalla nuova sintassi delle banche centrali ma evidentemente ciò non basta, non dovranno esserci sorprese dai negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina e il rallentamento di quest'ultima, e dell'economia globale, resti controllato.

Mentre l'indice dell'incertezza politica balza verso l'alto, quello delle sorprese economiche di Citi scivola verso il basso, la domanda degli analisti è se ci si trovi al fondo del movimento o se le sorprese economiche negative continueranno a orientare l'indice verso il basso.

US data has been disappointing over the past month

Citi US Economic Surprise Index



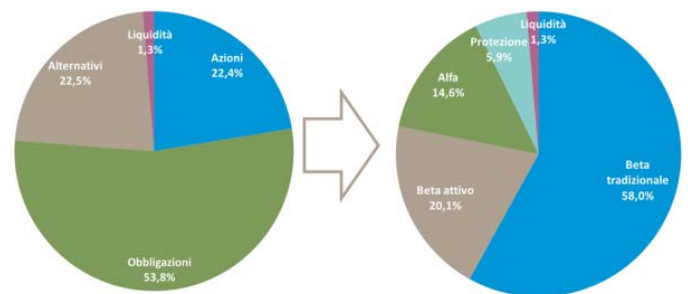
Source: Bloomberg © FT

E' il "buio prima dell'alba", ovvero il momento dell'inversione positiva? A differenza del passato, non c'è una nitida indicazione verso uno dei due classici registri "risk-on" o "risk-off", il sentimento prevalente sembra essere lo smarrimento, "Qui si parrà la tua nobilitate" si potrebbe dire all'investitore, se riesce a vincere la tentazione di una scommessa direzionale e se si mantiene coerente al metodo.

I pilastri che reggono l'arco di qualsiasi portafoglio ben diversificato sono la diversificazione, cruciale per ottenere efficienti profili di rischio-rendimento, il tempo, per attutire i picchi di volatilità che ottendono l'efficacia della diversificazione, la flessibilità, che corregge i movimenti di breve, più sensibili al sentiment che ai fondamentali. Le leve di diversificazione, tempo e flessibilità sono affiancate dalla leva delle strategie alternative, un universo ampio la cui indagine, mirata a selezionare strumenti davvero decorrelati dalle asset class tradizionali, esige competenza ed esperienza.

A gennaio dicevamo che nel 2019 sarà decisiva la qualità della diversificazione, ovvero la bassa correlazione tra le varie classi di attivo. Torniamo ai basic, dicevamo, ragioniamo sulla relazione tra rendimenti, volatilità e correlazioni, gli ingredienti principali della corretta costruzione dei portafogli. Una volta definita la struttura del portafoglio, si procede alla sua manutenzione con gli aggiustamenti tattici, in funzione delle prospettive di scenario.

Nei portafogli diversificati, il nostro team multi-asset di Milano affianca ai beta tradizionali i cosiddetti beta attivi, cioè temi d'investimento tattici, come le scelte di stile (growth/value/momentum) e di capitalizzazione nella componente azionaria e quelle di curva o tipologia di strumento (floater, indicizzati) in quella obbligazionaria. Un'ulteriore evoluzione del processo prevede l'aggiunta delle componenti "alpha" e "protezione", finalizzate ad avere rispettivamente una fonte aggiuntiva di rendimento slegata dalle asset class tradizionali e a proteggere rischi specifici delle varie fasi di mercato.



Dalla gestione per asset class alla gestione per fonti di rischio: una visualizzazione del portafoglio multi asset conservativo di GAM al 31 gennaio 2019.

Dopo aver incrementato il rischio a inizio gennaio accompagnando l'effervescenza dei primi due mesi dell'anno, il nostro team multi asset sta quindi diminuendo il rischio direzionale, prendendo gradualmente profitto da azioni, high yield e convertibili e reinvestendo la liquidità in beta attivi, ad esempio titoli indicizzati all'inflazione, che scontano nei prezzi il rallentamento economico degli ultimi mesi, e nella componente di protezione, con strategie legate alla volatilità. In forza di valutazioni che tornano in linea con la media storica, abbiamo incrementato anche le strategie più decorrelate su azioni e credito (le leve dell'"alpha"). Detta in parole semplici, il nostro metodo ci porta a gestire le strategie direzionali in funzione dei livelli delle valutazioni: quanto più queste sono depresse, tanto più aumentiamo la direzionalità e, viceversa, aumentiamo le componenti di "alpha" e di protezione a fronte di maggiore incertezza, con valutazioni non più a buon mercato. Ad esempio, avrebbero avuto meno senso le strategie alternative nel 2009, a fronte di listini in quelle condizioni. "Stiamo dunque prendendo parziale profitto dalle componenti più tradizionali del portafoglio per incrementare le posizioni più attive, decorrelate o di difesa" dice il nostro Antonio Anniballe del team multi-asset di Milano "in previsione di uno scenario che si presenta volatile, fragile, soggetto a frequenti cambi di direzione".

Ricordiamoci che l'attività di investimento non è il gioco di chi vince ma di chi non perde, di colui che è consapevole dei rischi e controlla il gioco evitando di andar dietro ai movimenti quotidiani dei mercati, saper evitare gli errori significa essere già in vantaggio.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.