

Catturare i *risk premia* alternativi: l'evoluzione continua della strategia Value

Per GAM Systematic, dato che mercati e rischi cambiano nel tempo, è necessaria una costante attenzione alla rivisitazione dei modelli delle strategie ARP

di Daniele Lamponi*

GAM Investments è una delle più importanti società di gestione indipendenti al mondo, focalizzata sulla gestione attiva. Offre soluzioni e fondi d'investimento a gestione attiva a clienti istituzionali, intermediari finanziari e investitori privati. Oltre all'attività nel settore degli investimenti, GAM Investments è tra i leader in Europa nei servizi di *private labelling*, che comprendono la costituzione e la gestione amministrativa di veicoli d'investimento dedicati a investitori istituzionali e intermediari finanziari. GAM Investments è presente sul mercato con oltre 900 dipendenti e uffici in 14 Paesi. I suoi centri d'investimento si trovano a Londra, Cambridge, Zurigo, Hong Kong, New York, Lugano e Milano. GAM Investments ha sede centrale a Zurigo, è quotata al SIX Swiss Exchange ed è inclusa nello Swiss Market Index Mid (SMIM) con il simbolo "GAM". Il patrimonio gestito del Gruppo ammonta a 132,2 miliardi di franchi svizzeri al 31 dicembre 2018.

L'universo delle strategie Alternative Risk Premia (ARP) non è affatto così generico come potrebbe sembrare. La persistente messa in discussione dei modelli esistenti, oltre alla valutazione delle nuove opportunità, ha rappresentato un fattore di differenziazione nel contesto delle strategie ARP. Noi di GAM Systematic classifichiamo le strategie ARP sulla base di due fattori: la strategia (Value, Momentum, Carry) e l'asset class (valute, obbligazioni, azioni, materie prime). Questa categorizzazione si è rivelata utile per gestire i nostri portafogli, nell'obiettivo di cogliere in modo sostenibile e continuato i *risk premia* attraverso esposizioni di tipo non tradizionale. Gli investitori possono così diversificare il rischio azionario e obbligazionario dei loro portafogli. La situazione era molto diversa quando iniziammo a sviluppare il concetto di ARP nel decennio passato. All'epoca c'era ancora un'aura di mistero che circondava la generazione di *alpha* dei fondi hedge e gli investitori erano in genere disposti ad accettare commissioni elevate e poca trasparenza nella promessa di rendimenti a prova di mercato. Oggi, invece, gli investitori concordano che una buona parte dell'*alpha* è dovuta all'esposizione a rischi alternativi e si può ottenere con strategie ARP, liquide, trasparenti e senza commissioni esorbitanti. Nonostante le strategie ARP si basino su una solida ricerca accademica, l'universo di investimento sia standardizzato e si concordi sulle categorie (come Value, Momentum e Carry), l'approccio di ogni singolo gestore può fare la differenza. In GAM Systematic siamo convinti che sia possibile ottenere sovraperformance nel lungo termine grazie alla qualità dei nostri modelli e del nostro metodo di asset allocation, basato sul *drawdown* come misura del rischio.

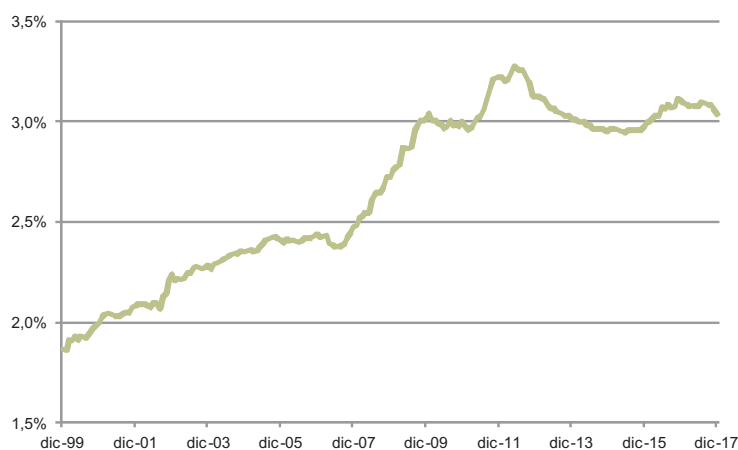
Ricerca continua dei modelli

I modelli ARP non sono affatto generici. Per esempio, potrebbe sembrare molto semplice definire una strategia Carry in valuta ma, come spesso avviene nel campo degli investimenti, il diavolo si nasconde nei dettagli: come definire esattamente il differenziale dei tassi di interesse (reali o nominali)? Come e quali valute dei mercati emergenti includere? Come costruire il portafoglio? Una soluzione chiara manca: l'alternativa è la ricerca continua. Molte sono le ragioni per cui ci impegniamo a riesaminare i modelli esistenti (per esempio la disponibilità di nuovi strumenti di *trading*, le modifiche della politica fiscale). Mettiamo in discussione persino quelli che in passato hanno avuto particolare successo, come per esempio il modello azionario Value market neutral.

Un approccio agli investimenti azionari Value e market neutral

Nella strategia Value, gli investitori acquistano strumenti a un prezzo conveniente e vendono quelli più cari. La filosofia alla base di tale approccio risale a Benjamin Graham e David Dodd nel 1934. Da allora, numerosi studi hanno provato empiricamente che i titoli Value generano sovraperformance. Infatti, i prezzi dei titoli Value si muovono insieme ad alcuni fattori di rischio, quali il rischio di insolvenza o di eventi estremi correlati al reddito e alla ricchezza delle persone. L'overperformance è pertanto un premio connesso a tali rischi. In GAM Systematic concordiamo con la filosofia degli investitori fondamentali e crediamo di poter estrarre il *risk premium* Value filtrando sistematicamente ampi universi investibili, tramite l'utilizzo di indicatori fondamentali. Tra questi, il rapporto prezzo/valore contabile e pochi altri. Si sceglie un universo investibile (nel nostro caso i

LA DISPERSIONE DEL FATTORE VALUE (MEDIA A 10 ANNI)



Fonte: GAM e fattori Fama e French, al 31 dicembre 2017. Differenza tra le performance associate ai segnali più forte vs i più deboli basati sui rapporti prezzo/valore contabile, prezzo/flusso di cassa, prezzo/utili. Unicamente a scopo esemplificativo.

grafico 1

titoli molto liquidi in un determinato indice, come l'S&P 500) e si classificano i titoli con uno o più indicatori. Si acquistano (*long*) i titoli più convenienti, mentre si vendono (*short*) i titoli più costosi.

I limiti dei primi modelli

Storicamente il rapporto prezzo/valore contabile è stato utilizzato come indicatore principale o unico. Il valore contabile si riferisce al valore del patrimonio della società. L'indicatore esprime il grado di convenienza di un'azione rispetto a tale patrimonio. La logica accademica veniva "semplicemente" abbinata a un'attenzione meticolosa ai costi di transazione e all'investibilità. Il valore contabile, però, è più utile nei settori in cui i beni della società sono immobilizzazioni materiali (per esempio le industrie più vecchie). Brevetti, marchi e *goodwill* sono difficili da quantificare. Inoltre, il valore contabile non ha una grande rilevanza in alcuni settori, per esempio nei servizi. Col tempo, a questo primo indicatore se ne sono aggiunti altri, quali i rapporti prezzo/utili e prezzo/flusso di cassa. Circa 10 anni fa avevamo evidenziato i limiti dei primi modelli, poiché la dispersione tra i tipici indicatori Value stava aumentando. Si rendeva necessaria, a

nostro giudizio, una revisione del modello originario: il rumore stava aumentando e la forza del segnale diminuiva. Per esempio, nel grafico 1, riportiamo le medie a 10 anni della differenza tra il rendimento mensile massimo e minimo dei portafogli costruiti con tre indicatori Value. La maggiore dispersione nel tempo indica che gli indicatori non danno più lo stesso risultato. L'aggiunta di altri indicatori si è rivelata efficiente per contenere il rumore del modello e per ridurre le preferenze settoriali derivanti dall'utilizzo del solo rapporto prezzo/valore contabile. L'evoluzione della struttura del mercato ci ha spinto a riesaminare ulteriormente il modello, portandoci oggi a considerare l'uso di differenti indicatori per regioni e/o settori industriali diversi.

Dinamiche che richiedono continua attenzione

La maggiore complessità si spiega con l'evoluzione del mercato, oltre che con la necessità di ridurre l'esposizione a rischi non voluti (e non ricompensati). Tuttavia, con l'aumento del grado di complessità si rischia di cadere nella trappola dell'*overfitting*: i modelli descrivono in modo eccellente il passato, ma fanno terribili previsioni sul futuro. Il nostro approccio è incrementare minimamente la complessità, se ciò ci consente di ridurre in modo significativo l'esposizione a rischi non voluti. Naturalmente, la meticolosa attenzione ai costi di transazione e all'investibilità, col tempo e con l'esperienza, è diventata ancora più importante. Le dinamiche dei mercati richiedono costante attenzione a nuovi dettagli, che possono impattare la qualità dei modelli di investimento: costruire un modello ARP generico e fermarsi a contemplarne i meriti è l'approccio sbagliato. I mercati evolvono e i rischi cambiano. La continua rivisitazione dei modelli esistenti, oltre all'impegno a valutare nuove opportunità, è un fattore di differenziazione tra strategie ARP.

***Portfolio Manager,
GAM Systematic**

Disclaimer

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.