

THINKING OUTSIDE OF THE BOX

Valutazioni azionarie, allarme sanitario, notizie economiche contraddittorie continuano a disorientare gli investitori, nei portafogli diversificati serve un approccio non convenzionale

Le valutazioni azionarie, l'allarme sanitario non ancora terminato, le notizie economiche che oscillano tra ottimismo e pessimismo, continuano a disorientare gli investitori.

Qualcuno persevera nella ricerca di buone occasioni nel sorprendente movimento dei listini, altri tornano a preoccuparsi della protezione del capitale e si chiedono se il rally "più odiato della storia" abbia ancora spazio o sia prossimo all'esaurimento.

Una domanda destinata ovviamente a rimanere senza risposta ma che consente qualche riflessione, soprattutto in riferimento al concetto stesso di protezione del capitale, il vecchio e familiare "primo non prenderle".

La regola aurea, mai scalfita dal 1952 quando venne formalizzata, prescrive che la ampia diversificazione degli strumenti e un congruo orizzonte temporale costituiscano la miglior difesa contro l'incertezza.

Si tratta di concetti ormai familiari a tutti i risparmiatori o, perlomeno, a tutti quelli assistiti da consulenti professionali.

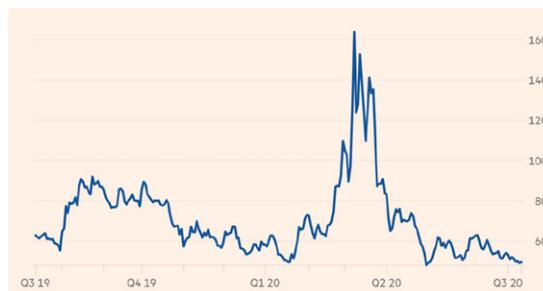
Ma da quando le banche centrali si sono accomodate al posto di guida e hanno il volante dell'economia, la diversificazione ha perso per strada l'importante pezzo del rendimento di buona parte delle obbligazioni governative.

Per decenni i titoli di stato hanno costituito il più semplice e immediato strumento di compensazione del rischio azionario.

Ma i rendimenti scivolati sullo zero, o negativi in termini reali e nominali, hanno radicalmente trasformato il concetto di "rendimento risk free" e di sicurezza. "I rendimenti non devono salire" è il nuovo mantra dei policymaker, preoccupati di assicurare fluidità al credito e agevolare i governi costretti a finanziarsi massicciamente sul mercato. Una premura

che però complica la vita ai gestori e riduce gli spazi di manovra ai trader specializzati nelle obbligazioni governative.

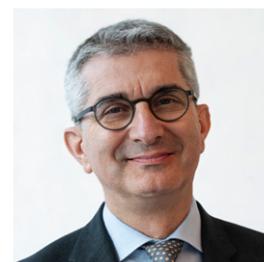
Le banche centrali non hanno seguito la strada della Bank of Japan, che ha smesso di annunciare le quantità degli acquisti indicando invece l'obiettivo di tenere il rendimento del titolo decennale prossimo a zero, pur tuttavia esercitano sulle curve un controllo de facto che ancora i rendimenti verso il basso.



L'indice MOVE di BofA che misura la volatilità implicita del Treasury americano (fonte FT, Refinitiv)

La volatilità del Treasury americano è ai minimi storici, come se i massicci piani di acquisto della Fed costituissero una sorta di anestetico: il rendimento è stabile da mesi nell'intorno di 0,70%, salvo una fiammata di breve tempo verso l'1% a giugno, e mostra un'olimpica indifferenza alle prospettive dell'economia.

Il numero in basso a destra, quello che interessa l'investitore, è che il costo-opportunità di mantenere liquidità o obbligazioni governative è molto cresciuto, difficile parlare ancora di sicurezza in relazione a strumenti che, semmai, distruggono valore.



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



Una scena da L'attimo fuggente, di Peter Weir, 1989

L'alternativa è cambiare prospettiva, salire sul banco come gli studenti del professor Keating e osservare la composizione del portafoglio da un punto di vista diverso.

Cambiarono prospettiva gli ufficiali della RAF durante la Seconda Guerra Mondiale, alle prese con un problema serio, erano troppi gli aerei abbattuti dal fuoco della contraerea tedesca.

Era necessario aumentare la protezione dei velivoli con armature d'acciaio ma, d'altro canto, l'aumento del peso avrebbe fatto perdere velocità.

Il problema che gli ingegneri dovevano risolvere era trovare l'equilibrio tra l'esigenza di maggiore protezione e quella di efficienza delle prestazioni, individuare e rafforzare solo le parti del velivolo più vulnerabili.

“Conta ciò che si può contare, misura ciò che è misurabile” diceva Galileo e gli ingegneri cominciarono a contare: il numero dei fori dei proiettili negli aerei che rientravano dalle missioni, il loro calibro, la loro diffusione sulle varie parti del velivolo. Osservazioni utili a indicare quali fossero le parti da proteggere maggiormente.

Ovvio, e nello stesso tempo sbagliato.

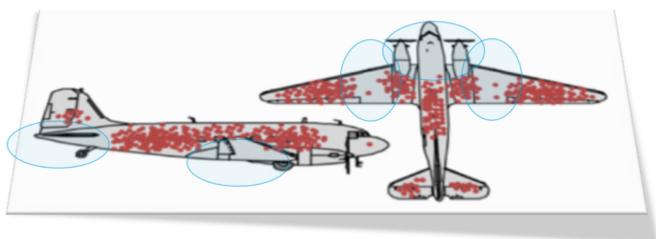
Non erano le parti più colpite a dover essere protette: le parti davvero vulnerabili erano quelle prive di fori.

L'idea contro-intuitiva venne avanzata da un matematico di origine ungherese della Columbia University.

Abraham Wald spostò l'attenzione verso le zone dove non c'erano fori perché molto probabilmente era lì che si concentravano i colpi negli aerei che non erano riusciti a rientrare alla base.

In effetti, se gli aerei erano in grado di rientrare nonostante tutti quei fori di proiettili, non erano quelli i punti più vulnerabili!

Solution: RE-INFORCE ALL OTHER AREAS!



La soluzione non convenzionale di Abraham Wald, rinforza le aree prive di fori (fonte DNV-GL)

Ebbe ragione Wald, la sua idea non convenzionale di mettere rinforzi d'acciaio sotto i motori aveva migliorato il tasso di sopravvivenza dei bombardieri.

Anche gli investitori devono prendere confidenza con il pensiero contro-intuitivo, imparare a pensare “fuori dalla scatola”, in modo non convenzionale.

I risparmiatori non sono davvero costretti a scegliere tra la pillola blu dei titoli “sicuri” che distruggono valore o la pillola rossa del rendimento pagato con più rischio, il cambio di prospettiva aiuta a evitare questa vera e propria alternativa del diavolo nella quale nessuna opzione è priva di dolorosi effetti collaterali.

Il cambio di prospettiva individua soluzioni alternative alla limitata efficacia della componente obbligazionaria nella diversificazione di un portafoglio.

Alla diversificazione per asset class tradizionali si possono affiancare i beta attivi e i beta tradizionali, le strategie goal-based, un impiego attivo del risk management posto in stretto contatto con il gestore, non solo ex post come accade normalmente.

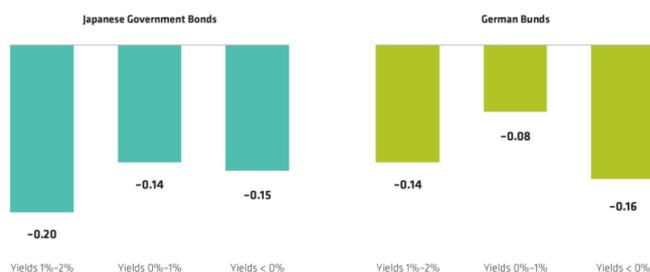
Le strategie multi-asset in GAM hanno una ampia dotazione di strumenti e, soprattutto, sono strutturate secondo il criterio dei beta attivi, dei beta tradizionali, degli strumenti “alpha” e di “protezione”.

I beta “tradizionali” sono investimenti direzionali, si sviluppano lungo le asset class tradizionali mentre i beta “attivi” sono scelte tattiche che impiegano le differenze di stile (growth/value/momentum), di capitalizzazione di mercato (small, mid, large) nella parte azionaria, tasso variabile e titoli legati all'inflazione nella parte obbligazionaria, strumenti innovativi, strategie opportunistiche.

Le strategie “alpha” sono quelle alternative, azionarie e obbligazionarie e, per quanto possibile, decorrelate dalla direzionalità dei mercati.

Gli strumenti di “protezione” servono invece a compensare i rischi di mercato (ad esempio con la volatilità) o quelli politici (con l'oro).

Beninteso, anche nelle strategie multi-asset i titoli governativi non hanno perso del tutto la loro funzione: la decorrelazione con il mercato azionario li rende ancora strumenti costosi ma tatticamente utili.



Correlazione bond governativi e mercati azionari. (Fonte: Alliance Bernstein, Bloomberg Barclays, MSCI, Global Finance Data. Dati giornalieri dal 1.1.2010 al 30.4.2020)

Nella sfida posta dai tassi bassi a tutti i professionisti alle prese con la costruzione di portafogli orientati al lungo termine, è di aiuto il pensiero non convenzionale.

Non solo perché individua nuovi modi di pensare l'asset allocation, ma soprattutto perché evita all'investitore i pericoli delle insidie cognitive.

Una buona regola seguita dagli investitori più accorti afferma che il successo nell'attività di investimento dipende per il 10% dal sapere cosa fare, per il 90% dal sapere cosa non fare. Ma la gran parte dei manuali e delle raccomandazioni sono relative a quel 10%, si parla troppo poco del restante 90%.

Ci proveremo noi nelle prossime settimane.

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.