

## **LOGICA**

Nel 2012, in un periodo di crescita economica stagnante e deflazione rampante, Cicli&Mercati si è proposta di fornire una solida struttura e un approccio disciplinato alla ripartizione degli investimenti ai propri sottoscrittori. Il progetto e i Portafogli Modello sono nati in un ambiente in cui gli investitori non sapevano a chi rivolgersi. Indipendentemente dalle scelte che un investitore avesse fatto, nella maggior parte dei casi su un arco di alcuni anni stava perdendo soldi.

Purtroppo questo tipo di situazioni è una costante.

E' facile pensare di sapere cosa riserva il futuro, ma il futuro invariabilmente contraddice le nostre aspettative. Più e più volte abbiamo dimostrato di sbagliare quando abbiamo puntato troppo sulle nostre aspettative. L'incertezza è un fatto della vita.

"Nessuno può prevedere con precisione il futuro."

I Portafogli Modello riconoscono questa limitazione e cercano di investire in categorie di investimento scelte con cura, diverse e "non-correlate", nonché in strumenti di elevata liquidità e accessibili a qualunque tipo di investitore. Tale diversificazione - in un unico portafoglio e nel gruppo di portafogli nel suo insieme - si propone di ridurre i rischi, indipendentemente dal clima economico.

### **Idea Guida**

***Allocare il Patrimonio mobiliare nelle varie Asset Classes, secondo il principio della diversificazione, al fine di ottenere la convenienza oggettiva, impattando il meno possibile sui costi e mantenendo un elevato grado di liquidabilità. La convenienza oggettiva è il rapporto tra il rendimento e la volatilità ed è da noi misurata attraverso l'EFFICIENCY RATIO →  $ER = (Rend\% : STD.DEV) - 1$***

## **METODOLOGIA**

Fonti: Browne – Markowitz – Ibbotson

In particolare, per costruire l'asset allocation strategica (benchmark) viene usato un sistema a media varianza (Markovitz) con vincoli di massimo peso per le asset classes utilizzate.

Il nostro esame è partito da una versione semplificata del "Permanent Portfolio" (cosiddetto "Portafoglio Perfetto") di Harry Browne, che è composto da quattro soli asset (tutti espressi in USD):

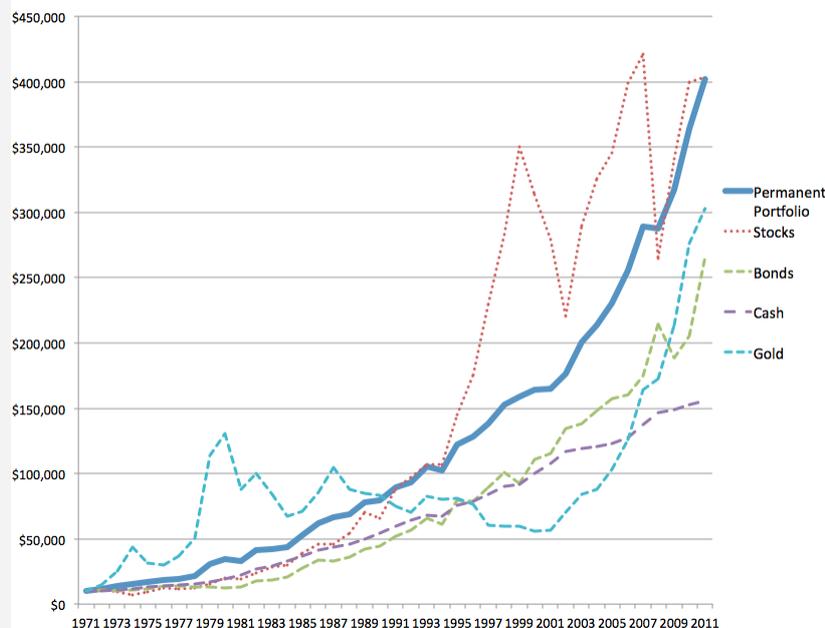
25% - Azioni (in un fondo di larga base o in un indice azionario come l'S&P 500)

25% - Buoni del Tesoro Poliennali a lunga scadenza (10-20 anni)

25% - Oro (possibilmente con uno strumento legato al metallo fisico)

25% - Cash (in un Fondo comune di investimento o in titoli del Tesoro a breve termine)

Questa allocazione – che può facilmente essere replicata in qualsiasi valuta - fornisce una protezione tanto semplice quanto efficace quando l'economia si sposta attraverso i cicli di prosperità, inflazione, deflazione e recessione. Il suo concetto si basa anche sul principio dei vasi comunicanti: quando un investitore esce in tutto o in parte da uno di questi quattro asset, investirà la maggior parte del ricavato in strumenti che direttamente o indirettamente hanno relazione con gli altri tre asset.



Permanent Portfolio Performance 1972-2011

Alcuni possono pensare che questa allocazione sia inefficiente. Per esempio, l'idea di possedere oro è derisa da alcuni consulenti di investimento perché non ha dividendi o interessi. Purtroppo questi stessi consulenti non lo hanno mai consigliato. Anche le obbligazioni sono in un contesto particolare, al culmine di una salita pluriennale. Il cash rende nulla o quasi.

La realtà è che i mercati di investimento sono incerti e imprevedibili. Ciò che può andare bene in un backtest teorico può saltare in aria appena cambiano le condizioni economiche. Ancora peggio, strategie di portafoglio che dovrebbero funzionare bene basandosi sulla storia passata, spesso non funzionano nell'applicazione reale per cui la gente le abbandona a causa della volatilità e di lunghi periodi di sottoperformance. Infine, ogni studio che abbia qualche reputazione in materia, ha dimostrato che fare affidamento su istinto e intuizioni per la costruzione e l'esecuzione di un portafoglio è una strada verso il disastro, sia in termini di prestazioni che di sicurezza.

La strategia "Permanent Portfolio" funziona perché ha una diversificazione profonda. Bisogna avere un'esposizione verso le attività che possono far crescere il denaro in modo sicuro in qualsiasi momento, senza dover prevedere il futuro. Bisogna anche avere la protezione per la diversificazione contro la perdita di grandi quantità di denaro che possono forzare l'abbandono della strategia nei mercati cattivi.

Il "Permanent Portfolio" in 40 anni – grazie anche alla forza del rendimento composto - ha performato come la Borsa USA: ma con una volatilità enormemente inferiore. Ovviamente questo è uno studio teorico (nessuno o quasi mantiene invariato il proprio portafoglio per 40 anni) e comunque il portafoglio sottoperforma i due asset più volatili (Oro e borsa) quando questi hanno impennate che li portano fuori dalle loro deviazioni standard. Ma questo è un prezzo molto modesto di fronte alla straordinaria semplicità di gestione e alla capacità di passare indenne attraverso fasi di estrema difficoltà, come l'inflazione degli anni '70 e i due Bear Markets 2000-2003 e 2007-2009.

## **STRUTTURA**

In questa sezione sono presentati i sette PORTAFOGLI MODELLO (sei con componente azionaria più uno solo reddito fisso) presenti sul nostro sito. Sono usate quattro categorie di asset: indici azionari, oro, bonds governativi a 10 anni, bonds governativi a 6-12 mesi. Tutti questi strumenti, rappresentati nei nostri portafogli modello da indici, ETF, bonds ecc. hanno la **massima liquidità e trasparenza**, nel senso che non possiamo in alcun modo, attraverso la nostra analisi, influenzarne il prezzo e che i mercati sottostanti hanno la massima accessibilità da parte degli investitori.

I vari portafogli hanno comportamenti diversi in quanto rischio, rendimento e volatilità sono indissolubilmente connessi. Non ci si possono aspettare alti rendimenti senza rischio e senza volatilità, oppure sicurezza senza bassi rendimenti.

**La nostra scelta è stata quella di privilegiare la stabilità e di minimizzare il fattore rischio.**

Nel costruire un portafoglio è decisivo considerare il **grado di correlazione** tra gli asset. Va cioè compreso se gli asset tendono a muoversi assieme, nella stessa direzione, in direzione contraria, o se sono indipendenti tra loro. Minore è la correlazione, meglio è ai fini della riduzione di rischio complessivo. Diversificare il portafoglio tra asset non correlati porta difatti a ridurre il rischio e ad aumentare i rendimenti. Ma per catturare questo maggiore rendimento è necessario o ribilanciare periodicamente il portafoglio, o avere uno strumento per ridurre l'esposizione in un asset (a favore degli altri) quando esiste il rischio di discese significative.

Vi sono fasi in cui l'investimento sugli asset reali può portare – come si è visto negli ultimi decenni – a lunghi periodi di rendimenti reali complessivi negativi (oro fino al 2000, molte borse dal 2000 ad oggi). L'uso dell'algoritmo è finalizzato ad abbassare la volatilità dell'investimento attraverso l'utilizzo del reddito fisso come strumento alternativo, nelle fasi cicliche negative di oro e mercati azionari.

I mercati non si possono "prevedere". Si possono solo gestire in termini di rapporto tra rischio e rendimento. ***Pertanto, per un investitore che abbia altre attività e altri interessi, il piano migliore anche in termini di convenienza di tempo e costi è un portafoglio diversificato, decorrelato, unito a un algoritmo che riesca a controbilanciare le inevitabili fasi di debolezza di ciascuna componente.***

Stiamo parlando di analisi mirata alla gestione sistematica di un portafoglio diversificato, con primo obiettivo la riduzione del rischio sulle asset class volatili.

## **STRATEGIA**

L'obiettivo di questi portafogli è di ottenere un **rendimento reale positivo, massimizzato in relazione alla volatilità**. Per ottenere questo obiettivo ci si basa sulla costruzione di benchmark efficienti e si segue una strategia lineare:

1. Gli asset vengono divisi, per ogni Portafoglio, tra asset "volatili" e asset "sicuri".
2. Gli asset volatili vengono tenuti in portafoglio solo se hanno una tendenza rialzista.
3. Quando un asset volatile non ha più tendenza rialzista viene eliminato dall'asset allocation.
4. Quando un asset volatile esce dal portafoglio per un determinato periodo, la sua quota viene redistribuita tra gli altri asset del Portafoglio.

Esempio – Nel Portafoglio EURO TOTAL RETURN ci sono due asset volatili, DAX e ORO. Qualora l'ORO, in seguito a un segnale negativo, uscisse dal portafoglio, la sua quota andrebbe distribuita sugli altri tre asset in determinate proporzioni, ma andrebbe sul DAX solo se in quel momento il DAX fosse in posizione attiva (→ al rialzo), altrimenti andrebbe solo su BUND e CASH.

## **BENCHMARK**

La costruzione del benchmark è un passo fondamentale e della massima importanza per ottenere buoni risultati. Contrariamente a quanto credono numerosi investitori (e non solo), il benchmark non è un “nemico da battere” ma è il primo e miglior alleato sulla strada dell’ottenimento della performance.

Un benchmark ben strutturato e ponderato permetterà difatti di far ruotare le scelte di asset allocation intorno a un nucleo solido e stabile. I benchmark dei nostri Portafogli Modello sono stati studiati per essere diversificati almeno su tre diverse classi di asset.

Di seguito sono riportati, per ogni Portafoglio Modello:

- I grafici con Portafoglio Modello e benchmark
- I dati essenziali di performance e valutazione statistica dal 2000
- La composizione del benchmark e del Portafoglio

N.B. – I dati di performance sono basati su backtest accurati, che prendono in considerazione costi di transazione e slippage (= esecuzione peggiore rispetto ai livelli indicati dal modello) sostanzialmente superiori al normale, per ottenere un dato il più possibile aderente e semmai peggiorativo rispetto alla realtà operativa. Tuttavia va ribadito che si tratta di portafogli puramente rappresentativi e che il nostro servizio fornisce esclusivamente analisi di mercato e – in nessun caso – queste informazioni vanno interpretate come sollecitazione all’investimento.

## **TABELLA RIASSUNTIVA DI CONFRONTO**

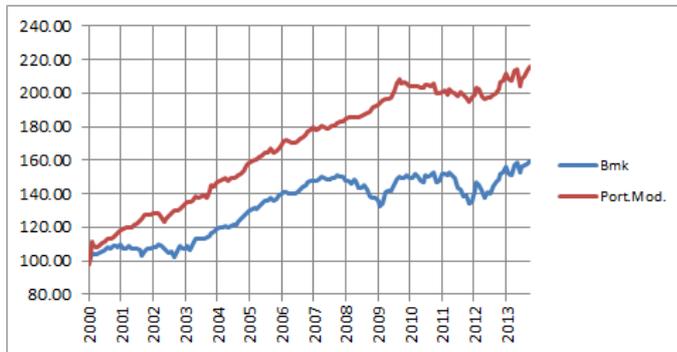
Nelle pagine successive sono presentati i vari Portafogli Modello con il grafico dei rendimenti (Portafoglio e Benchmark). La tabella a fianco del grafico presenta alcuni parametri di valutazione della performance:

<b>Rendimento totale</b>	Calcolato su un investimento iniziale di 100
<b>Rendimento medio rolling sui 12 mesi</b>	Quanto rende mediamente il Portafoglio su un arco di 12 mesi
<b>Standard Deviation</b>	Esprime il valore percentuale medio di volatilità annua del Portafoglio
<b>Max Drawdown (perdita) sui 12 m</b>	La perdita massima nell’arco di 12 mesi
<b>Max Drawup (guadagno) sui 12 m</b>	Il guadagno massimo nell’arco di 12 mesi
<b>Efficiency Ratio</b>	E’ un parametro di efficienza del Portafoglio ed è calcolato come (Rendimento medio rolling sui 12 mesi/Standard Deviation – 1). Quando è > 0 indica efficienza.

## PORTAFOGLIO MODELLO "ITALIA"

- Da cosa è composto →
- A chi è diretto →
- A chi non è diretto →

Asset italiani  
 Investitori che puntano su Italia, MIB e BTP  
 Investitori che non desiderano elevate esposizioni azionarie e/o un elevato rischio-paese



*Dati dall'1.1.2000*

	Bmk	Port
Rendimento totale (base: 100)	156.56	209.85
Rend. medio rolling sui 12 mesi	3.9	7.9
Standard Deviation	7.7	5.9
Max Drawdown (perdita) sui 12 m	-15.7	-7.9
Max Drawup (guadagno) sui 12m	21.1	20.4
Efficiency Ratio	-0.49	0.34

*Composizione Benchmark:*

Indice FTSE MIB	30%
BTP 10y	50%
CTZ 12m	20%

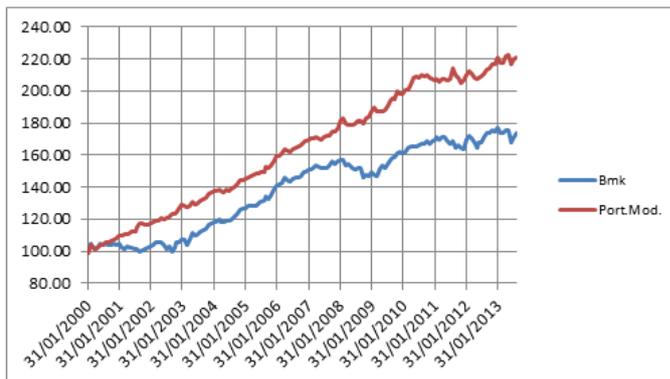
*Limiti portafoglio teorico:*

	min	max
Indice FTSE MIB	0%	75%
BTP 10y	0%	75%
CTZ 12m	0%	75%

## PORTAFOGLIO MODELLO "ITALIA TOTAL RETURN"

- Da cosa è composto →
- A chi è diretto →
- A chi non è diretto →

Asset italiani e Oro  
 Investitori che puntano su Italia e Oro  
 Investitori che desiderano esposizioni azionarie elevate e che non desiderano un rischio-paese



*Dati dall'1.1.2000*

	Bmk	Port
Rendimento totale (base: 100)	173.95	220.65
Rend. medio rolling sui 12 mesi	5.4	8.6
Standard Deviation	6.1	4.3
Max Drawdown (perdita) sui 12 m	-9.8	-3.5
Max Drawup (guadagno) sui 12m	17.9	20.9
Efficiency Ratio	-0.11	1.00

*Composizione Benchmark:*

Oro in EUR (ETF Gold Bullion)	25%
Indice FTSE MIB	25%
BTP 10y	25%
CTZ 12m	25%

*Limiti portafoglio teorico:*

	min	max
Oro in EUR (ETF Gold Bullion)	0%	37.5%
Indice FTSE MIB	0%	37.5%
BTP 10y	25%	55.0%
CTZ 12m	25%	45.0%

## PORTAFOGLIO MODELLO "EURO TOTAL RETURN"

Da cosa è composto →

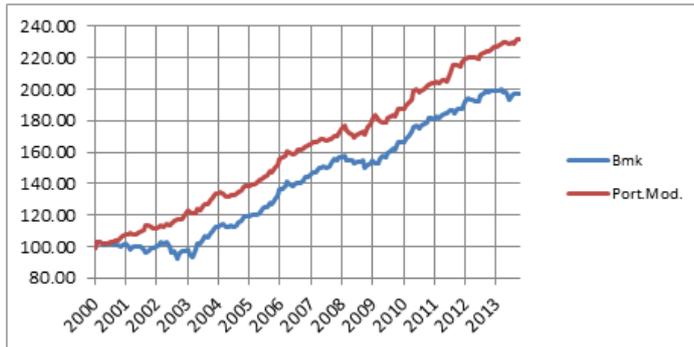
A chi è diretto →

A chi non è diretto →

Asset tedeschi e Oro

Investitori che puntano su Germania e Oro e che desiderano replicare la versione in EURO del "Portafoglio Perfetto"

Investitori che desiderano esposizioni azionarie elevate



Dati dall'1.1.2000		Bmk	Port
Rendimento totale (base: 100)		197.22	228.82
Rend. medio rolling sui 12 mesi		7.2	9.3
Standard Deviation		6.8	4.5
Max Drawdown (perdita) sui 12 m		-9.9	-0.8
Max Drawup (guadagno) sui 12 m		21.3	21.3
Efficiency Ratio		0.06	1.07

### Composizione Benchmark:

Oro in EUR (ETF Gold Bullion)	25%
Indice DAX	25%
BUND 10y	25%
CTZ 12m	25%

### Limiti portafoglio teorico:

	min	max
Oro in EUR (ETF Gold Bullion)	0%	37.5%
Indice DAX	0%	37.5%
BUND 10y	25%	55.0%
CTZ 12m	25%	45.0%

## PORTAFOGLIO MODELLO "DOLLARO TOTAL RETURN"

Da cosa è composto →

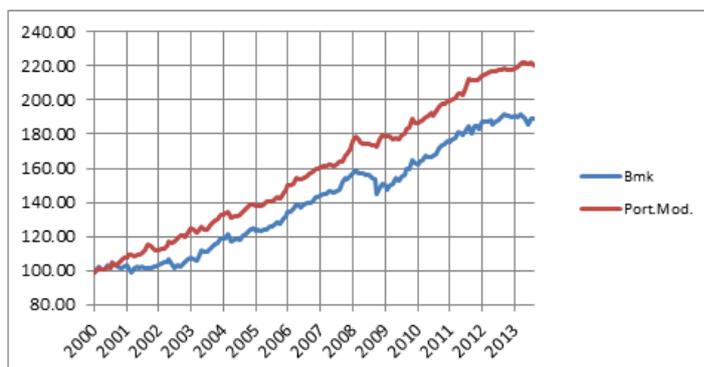
A chi è diretto →

A chi non è diretto →

Asset USA in Dollari

Investitori che puntano su USA e Oro e che desiderano replicare il "Portafoglio Perfetto"

Investitori che desiderano esposizioni azionarie elevate e che non desiderano un rischio-USD



Dati dall'1.1.2000		Bmk	Port
Rendimento totale (base: 100)		189.20	220.70
Rend. medio rolling sui 12 mesi		6.6	8.8
Standard Deviation		5.8	4.0
Max Drawdown (perdita) sui 12 m		-11.1	-1.0
Max Drawup (guadagno) sui 12 m		17.0	19.1
Efficiency Ratio		0.14	1.18

### Composizione Benchmark:

Oro	25%
Indice S&P500	25%
T-Bond 10y	25%
Cash 12m	25%

### Limiti portafoglio teorico:

	min	max
Oro	0%	37.5%
Indice S&P500	0%	37.5%
T-Bond 10y	25%	55.0%
Cash 12m	25%	45.0%

## PORTAFOGLIO MODELLO "GLOBAL GROWTH"

Da cosa è composto →

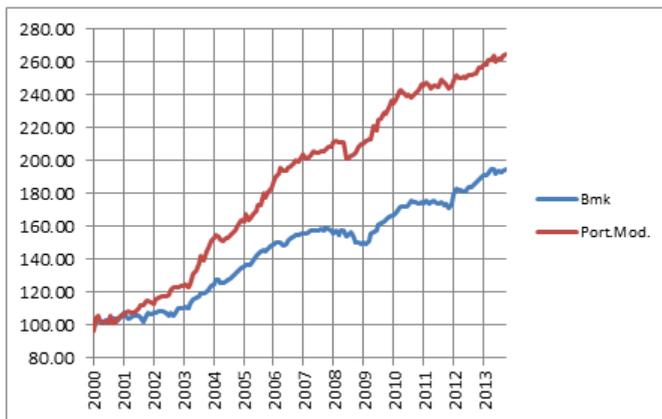
A chi è diretto →

A chi non è diretto →

Asset azionari e bonds europei

Investitori che desiderano esposizioni azionarie elevate e che non desiderano un rischio-USD

Investitori che non desiderano esposizioni azionarie elevate



Dati dall'1.1.2000

	Bmk	Port
Rendimento totale (base: 100)	192.64	261.69
Rend. medio rolling sui 12 mesi	6.7	11.6
Standard Deviation	6.1	8.3
Max Drawdown (perdita) sui 12 m	-9.1	-3.9
Max Drawup (guadagno) sui 12m	19.5	31.6
Efficiency Ratio	0.09	0.40

### Composizione Benchmark:

LYXOR MSCI EUROPE	10%
ISHARES S&P500	10%
ISHARES FTSE BRIC50	10%
BTP 10y	35%
BUND 10y	35%
CTZ 12m	0%

### Limiti portafoglio teorico:

	min	max
LYXOR MSCI EUROPE	0%	60.0%
ISHARES S&P500	0%	60.0%
ISHARES FTSE BRIC50	0%	60.0%
BTP 10y	0%	45.0%
BUND 10y	0%	45.0%
CTZ 12m	10%	10%

## PORTAFOGLIO MODELLO "MULTI ASSET"

Da cosa è composto →

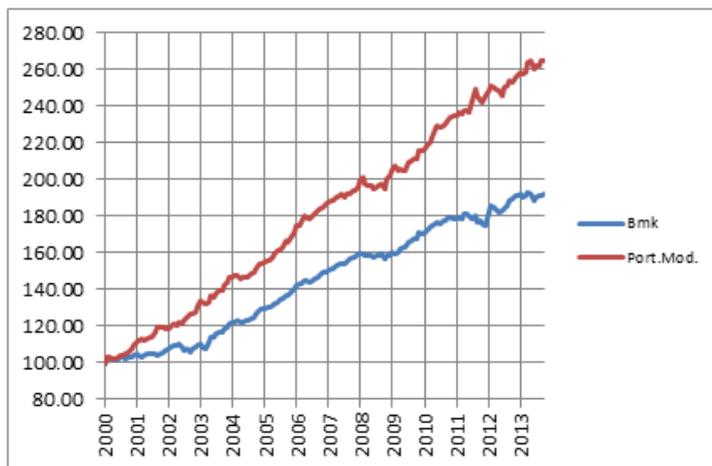
A chi è diretto →

A chi non è diretto →

Asset tedeschi, italiani e Oro

Investitori che puntano su una diversificazione ampia

Investitori che desiderano esposizioni azionarie elevate



Dati dall'1.1.2000

	Bmk	Port
Rendimento totale (base: 100)	191.55	262.23
Rend. medio rolling sui 12 mesi	7.0	12.2
Standard Deviation	4.3	4.4
Max Drawdown (perdita) sui 12 m	-3.6	1.1
Max Drawup (guadagno) sui 12m	15.8	23.9
Efficiency Ratio	0.64	1.80

### Composizione Benchmark:

Oro in EUR (ETF Gold Bullion)	15%
Indice DAX	15%
BTP 10y	40%
BUND 10y	20%
CTZ 12m	10%

### Limiti portafoglio teorico:

	min	max
Oro in EUR (ETF Gold Bullion)	0%	37.5%
Indice DAX	0%	37.5%
BTP 10y	0%	100.0%
BUND 10y	0%	100.0%
CTZ 12m	0%	100.0%

## PORTAFOGLIO MODELLO "REDDITO FISSO"

Da cosa è composto →

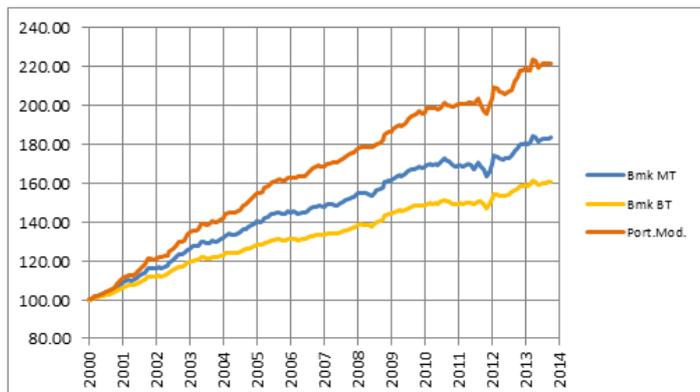
A chi è diretto →

A chi non è diretto →

Asset obbligazionari

Investitori obbligazionari tradizionali

Investitori che desiderano esposizioni azionarie



Dati dall'1.1.2000	Bmk MT	Bmk BT	Port
Rendimento totale (base: 100)	182.57	160.10	221.57
dal 2000	6.12	4.47	9.07
dal 2005	5.29	3.92	8.27
dal 2010	4.26	3.35	7.28

Standard Deviation	3.6	2.4	4.0
Max Drawdown (perdita) sui 12 m	-5.7	-2.3	-3.5
Max Drawup (guadagno) sui 12m	16.7	11.6	22.1

Composizione Benchmark:	Bmk MT	Bmk BT
BTP 10y	35%	10%
Global Bond Index	35%	30%
CTZ 12m	30%	60%
duration	4.5	2.8

Limiti portafoglio teorico:	min	max
BTP 10y	0%	100.0%
Global Bond Index	0%	100.0%
CTZ 12m	0%	100.0%

Come si vede, i PORTAFOGLI MODELLO hanno tutti una EFFICIENZA superiore a quella dei rispettivi benchmark, con una creazione di Alfa medio annuo (→ cioè valore aggiunto dato da un management attivo della posizione) rilevante.

## COME VALUTARE I PORTAFOGLI IN BASE ALLA PROFITABILITA'

Il nostro costante lavoro di ricerca ha portato ad identificare due **PARAMETRI OGGETTIVI** attraverso cui puo' essere determinata la migliore allocazione all'interno di questi portafogli e dei rispettivi benchmark.

- **STATO DI PROFITABILITA' DEL PORTAFOGLIO MODELLO** → Il PORTAFOGLIO MODELLO viene considerato un INDICE COMPOSTO e la sua posizione tecnica (che corrisponde al suo STATO DI PROFITABILITA') viene di conseguenza elaborata dai nostri algoritmi.
- **CONFRONTO (spread) TRA PORTAFOGLIO MODELLO E BENCHMARK** → Quando il PORTAFOGLIO MODELLO performa meglio del benchmark, conviene seguirne i segnali e utilizzarne la asset allocation per nuovi apporti. Altrimenti, conviene replicare il benchmark.

Questi due parametri, che sono presenti e costantemente aggiornati sulle aree riservate del nostro sito, permettono quindi all'utente di stabilire:

- A. Se – per ciascun PORTAFOGLIO – stia performando meglio il MODELLO o il BENCHMARK.
- B. Quali sono i PORTAFOGLI MODELLO in trend di profitabilità positivo e sui quali – nelle attuali condizioni di mercato – è piu' interessante operare.

Stato di profittabilità del Portafoglio Modello:		Confronto (spread) tra Portafoglio e Benchmark:	
Buono		Il Portafoglio Modello tende a performare meglio del Benchmark	
Nella media	✓	Fase indifferente	✓
Inferiore alla media		Il Benchmark tende a performare meglio del Portafoglio Modello	
Il PORTAFOGLIO MODELLO viene considerato un INDICE COMPOSTO e la sua posizione tecnica (che corrisponde al suo STATO DI PROFITABILITA') viene di conseguenza elaborata dai nostri algoritmi.		Quando il PORTAFOGLIO MODELLO performa meglio del benchmark, conviene seguirne i segnali e utilizzarne la asset allocation per nuovi apporti. Altrimenti, conviene replicare il benchmark.	

## USO DEI PORTAFOGLI MODELLO

I Portafogli Modello sono costruiti su una logica che è in antitesi rispetto al “Market Timing” e alle decisioni soggettive e opportunistiche, che peraltro sono perseguibili con altri strumenti del nostro servizio di analisi. **Pertanto, non puo’ essere determinato aprioristicamente un “momento ottimale” per cominciare a investire in uno dei Portafogli, né puo’ essere definito quale possa essere quello che performerà meglio in un arco di tempo successivo.**

I nostri studi indicano infine che **allocare le risorse su 2+ PORTAFOGLI MODELLO**, quali essi siano, produce invariabilmente due effetti:

- A. **Abbassa ulteriormente la volatilità** dell’investimento complessivo
- B. Genera una performance che **non è mai superiore a quella del portafoglio migliore** e quasi sempre si colloca nel range tra il rendimento inferiore dei due e il 50% della media dei due+ rendimenti (esempio: mixando al 50% un “PORTAFOGLIO A” che ha un rendimento del 10% e un “PORTAFOGLIO B” che ha un rendimento dell’8%, si otterrà un portafoglio con un rendimento tra l’8% e il 9% →  $(8\%+10\%)/2$ )

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

I pazienti con determinate lesioni cerebrali spesso non riconoscono i propri arti su un lato del corpo e spesso si svegliano preoccupati per la presenza di un braccio o di una gamba - che non riconoscono come propria - nel letto, accanto a loro, su un lato del corpo. Il nome di questa condizione è “negligenza emispatiale” e riguarda il grado di coscienza di una persona circa la metà del proprio campo visivo. Chi ne soffre spesso anche ignora le parole su un lato di una pagina, mangia il cibo solo su un lato del piatto o fa disegni incompleti di oggetti o volti. Il cervello umano è un puzzle incredibile, ma le condizioni di questo tipo possono offrire indizi sul mistero del perché gli investitori ignorino sistematicamente più della metà della possibilità di ottenere rendimenti in eccesso nei mercati. Nonostante vari ricercatori abbiano studiato l'importanza del CONTRIBUTO AL RENDIMENTO dell'asset allocation rispetto alla selezione dei titoli e nonostante innumerevoli studi dimostrino come sia estremamente difficile creare valore aggiunto attraverso la “selezione dei titoli”, (il famoso “stock picking”), la maggior parte degli investitori continuano a utilizzare la tradizionale gestione attiva nella ricerca di (quasi sempre) sfuggenti rendimenti in eccesso. Nel frattempo, la stessa maggior parte degli investitori rimane inconcepibilmente cieca rispetto alla possibilità di generare rendimenti in eccesso attraverso l'altra metà dello spazio attivo di investimento – l’asset allocation - nonostante un crescente corpo di ricerca che suggerisce come questo approccio può essere fonte di un notevole e inutilizzato 'alfa tattico'.

NOTA - per “Alfa” si intende il rendimento in eccesso, cioè l'attitudine di un titolo (o di una strategia) a variare indipendentemente dall'indice/benchmark di riferimento (mercato). Se l'alfa di una strategia/strumento mostra un valore positivo, significa che la strategia/strumento è in grado di generare autonomamente valore, mentre se è negativo ci informa della tendenza della strategia/strumento a subire perdite indipendentemente dal trend di mercato.

Molti investitori percepiscono che la possibilità di generare rendimenti incrementali in eccesso è molto più elevata nello spazio di selezione dei titoli che nello spazio della asset allocation, perché ci sono molti più titoli (ad esempio azioni e obbligazioni) rispetto al numero delle classi di attività (ad esempio i mercati azionari e i mercati obbligazionari). Questa percezione influenza la priorità relativa posta sulla ricerca di alfa che ha origine dalla selezione attiva dei titoli, rispetto alla asset allocation attiva. Il nostro lavoro sui Portafogli Modello affronta questo squilibrio e fornisce una prova convincente del fatto che la priorità deve essere posta sulla generazione di rendimenti in eccesso a livello di asset allocation, anche a costo di sacrificare la selezione attiva dei titoli.

Mentre per l'investitore questa è una scelta che deve derivare da una presa di coscienza che ha a che fare con una serie di caratteristiche e vincoli personali, per la maggior parte delle istituzioni, la decisione di asset allocation e la decisione di selezione dei titoli incarnano un compromesso. Ciò è dovuto alle frizioni strutturali incorporate nell'uso dei gestori esterni impiegati nel tentativo di 'battere il benchmark' attraverso la selezione attiva di titoli in un mercato specifico.

Le inefficienze del mercato esistono per una serie di motivi, come le informazioni asimmetriche, gli attriti fiscali e i pregiudizi emotivi, ma forse le inefficienze economicamente più significative derivano da vincoli strutturali imposti su un grande segmento di investitori. Riteniamo che il bias strutturale a favore della selezione di titoli ("alfa discrezionale" vs "alfa tattico") rappresenti un importante esempio di questo tipo di vincolo. Di conseguenza, la nostra convinzione è che l'alfa tattico – la asset allocation attiva - rappresenti una delle fonti economicamente più importanti dei rendimenti in eccesso a disposizione degli investitori nei mercati finanziari.

Uno dei principali obiettivi del nostro lavoro è di dimostrare l'importanza dell'asset allocation attiva come fonte di potenziali rendimenti in eccesso e di **convincere gli investitori consapevoli e razionali ad allocare progressivamente più capitale e risorse verso questo obiettivo**, anche se questo significa il ridimensionamento del loro impegno per la ricerca di fonti tradizionali di alfa (selezione discrezionale di titoli).

**Poiché è il principio della convenienza oggettiva a guidare le decisioni umane, in modo particolare nelle attività economiche, la logica di questi Portafogli rappresenta sicuramente un modo razionale - e quindi efficiente - e pertanto vantaggioso in termini di redditività, di allocazione del proprio Patrimonio finanziario. La preservazione e crescita del patrimonio, da cui dipendono spesso molte variabili del futuro, va gestita con la stessa consapevolezza con cui l'amministratore di una buona e solida azienda gestisce le risorse finanziarie dell'azienda stessa: con oculatezza, attenzione, controllo del rischio, valutazione della controparte, sfruttamento delle opportunità.**

Nota conclusiva – In conseguenza della oggettiva difficoltà riscontrata dagli utilizzatori della nostra analisi nel poter generare nelle loro scelte di investimento gli stessi punti di entrata/uscita indicati dal modello, abbiamo ritenuto corretto (A) introdurre anche sul sito il confronto con il benchmark e (B) calcolare tutte le performances dei cinque Portafogli Modello secondo criteri che si avvicinano al "worst case scenario" ("scenario peggiore"), sia in termini di esecuzione che di commissioni.