



Miraggio diversificazione

In un contesto di mercati
e asset class che viaggiano
spesso all'unisono
è sempre più difficile
la mitigazione dei rischi
all'interno dei portafogli.

Ecco le strategie da mettere
in campo e gli errori da evitare

Asset allocation. Quanto è complesso diversificare

I mercati si muovono sempre di più nella stessa direzione e questo complica la costruzione dei portafogli. Anche l'oro non è garanzia di protezione: l'unica alternativa «sicura» oggi è la liquidità

Andrea Gennai

Il forte rialzo dei mercati azionari nell'ultimo anno, dopo lo scoppio della pandemia, non deve trarre in inganno. Oggi investire sui mercati e impostare una strategia di portafoglio è sicuramente complesso. La liquidità immessa dalle banche centrali ha alterato le regole del gioco e il ritorno alla normalità non appare dietro l'angolo.

L'analisi dei rapporti di forza a un anno a partire dal 2005 tra tre indici azionari (S&P 500, Eurostoxx, Emergenti), due obbligazionari (Bund e Treasury), oltre all'oro, evidenzia che le dinamiche di correlazione rispetto a un portafoglio composto in maniera equipesata sono in media tutte positive. Il fenomeno si è acuito negli ultimi anni e anche il crollo del marzo 2020, dopo lo scoppio della pandemia, ha evidenziato che nella fase di panico si vende tutto.

il nuovo paradigma

«L'analisi delle correlazioni tra i principali asset investibili internazionali - sottolinea Roberto Malnati, risk manager di Ten Sigma Sagl di Lugano - evidenzia che negli ultimi anni, anche per effetto dei tassi a zero, la scelta di costruire portafogli impiegando strumenti decorrelati tra loro, non garantisce più una protezione passiva nei momenti di forte ribasso dei mercati. Una prova è quanto accaduto nel marzo dello scorso anno, nel pieno del crollo dell'azionario sull'onda della diffusione della pandemia: il Bund, il Treasury e l'oro hanno mantenuto una correlazione annuale positiva con l'azionario. Anche il Bund, che ha tenuto meglio, ha seguito la stessa tendenza con una correlazione del 33%. In pratica le vendite sono state generalizza-



Prudenza. Le tradizionali correlazioni sui mercati finanziari sono saltate per effetto dei tassi a zero e diventa sempre più complesso costruire portafogli

te». Un approfondimento a parte lo merita l'azionario Emergente (vedi altro pezzo in pagina).

il confronto con il 2008

Andando a ritroso notiamo come nel 2008 durante la crisi finanziaria i bond abbiano invece contribuito alla difesa dei portafogli. «Le obbligazioni - continua Malnati - sono salite mostrando quindi una forte decorrelazione, o meglio una anti correlazione, con i mercati azionari, perché le banche centrali avevano ampi spazi per tagliare i tassi ed hanno agito in tale direzione. Tra il

2015 e il 2016 si è verificato un fenomeno simile in presenza di un aumento della volatilità sull'azionario. Da allora in poi l'effetto positivo della decorrelazione è venuta sostanzialmente meno, per effetto dei tassi troppo bassi per essere ulteriormente ridotti». Nell'ultimo anno la correlazione dei bond è tornata moderatamente negativa, in vista del rialzo dei tassi e con la ripresa dell'inflazione. Ma con il rendimento del Bund sotto zero, quanto può essere sostenibile una decorrelazione in caso di inversione strutturale al ribasso delle azioni? Un possibile segnale di cambiamento del quadro di mercato potrebbe arrivare da una forte ripresa dell'indice Vix di volatilità.

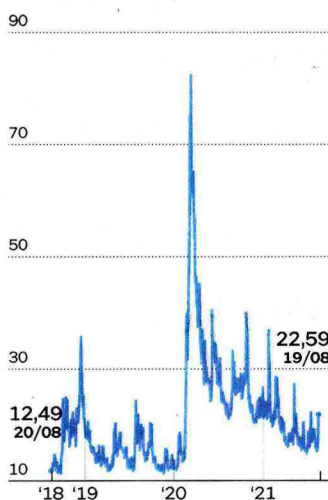
«Qualsiasi ipotesi di costruzione di un portafoglio - aggiunge Malnati - che protegga da improvvise discese grazie alla sua intrinseca decorrelazione, oggi potrebbe presentare un conto salato. Lo stesso oro, da sempre considerato come bene rifugio, non ha statisticamente dimostrato la capacità di muoversi in direzione opposta all'azionario in caso di crolli». Negli ultimi 15 anni l'oro è rimasto correlato positivamente al 63% con il portafoglio multiasset. Quanto accaduto nel pieno della pandemia ne è l'ultima dimostrazione.

il fattore liquidità

«La leva da manovrare - conclude Malnati - diventa la liquidità e quindi è preferibile esporsi in maniera più prudente verso l'equity e agire con la liquidità per ribilanciare i portafogli in caso di flessioni. Se a questo aggiungiamo che l'inflazione è ormai un dato certo ed è destinata a farci compagnia nei prossimi anni, la faccenda si complica. Pensiamo ai fondi pensione che non riescono a remunerare gli investimenti più prudenti. Come se ne esce? Con un ritorno alla normalità della dinamica dei tassi. Ma questo potrebbe avere un prezzo alto per i mercati finanziari ormai abituati a vivere in un ambiente alterato dalle azioni delle banche centrali».

Sotto osservazione

Andamento indice Vix negli ultimi 3 anni



Azioni, con gli Emergenti meno protezione

IL PESO DELLA CINA

Le correlazioni tra i mercati finanziari non sono la Bibbia. Ogni regola sui mercati internazionali è sempre soggetta a mutazioni anche improvvise. Capire però le interazioni che si sono sviluppate negli anni può aiutare a scegliere e dosare le strategie del proprio portafoglio.

L'analisi di oltre un decennio, un lasso di tempo sufficiente per trarre degli spunti, evidenzia che tra tutti i mercati quello che si decorrela meno con un portafoglio multiasset (azioni, bond e oro) è l'indice dei mercati emergenti (la correlazione media dal 2005 è addirittura dell'84%). Questo significa che in prospettiva, quando torneranno le vendite generalizzate sui mercati, con ogni probabilità i mercati emergenti non offriranno alcuna protezione per effetto di una loro ipotetica decorrelazione. Il mercato degli Emergenti è un universo com-

posito che contiene Paesi molto diversi tra di loro ma caratterizzati dall'essere economie con grandi potenzialità di crescita e quindi soggette anche a forti fluttuazioni. Tutto questo si traduce in un indice che nella storia anche recente è stato foriero di grandi e rapidi fortune per gli investitori, ma anche di discese molto violente. Esemplare la grande corsa delle azioni di questi Paesi durante il 2017 culminata nel picco di inizio 2018 ha cui poi fatto seguito una violenta correzione. Il mondo degli Emergenti è storicamente molto sensibile alle dinamiche dei tassi Usa e del dollaro. Nel 2017 la flessione del biglietto verde spinse l'equity Emergente.

Chi investe in questo mercato sa di esporsi a una volatilità mediamente più alta rispetto ai Paesi sviluppati e soprattutto sa di esporsi in maniera molto forte alle dinamiche della Cina. La seconda economia mondiale infatti rientra ancora oggi, in tutto e per tutto, tra i Paesi emer-

MSCI EMERGING

-13%

Flessione da febbraio

L'indice Msci Emerging, il benchmark azionario del settore, ha mostrato una evidente debolezza negli ultimi mesi. Dal massimo di febbraio, intorno ai 1.450 punti, la flessione è stata nell'ordine del 13 per cento. Una dinamica in netta controtendenza rispetto a quanto avvenuto in Europa e negli Stati Uniti con il Dax e l'indice S&P 500 che hanno aggiornato anche recentemente nuovi massimi storici.

In particolare gli Emergenti sono zavorrati dal calo dei listini cinesi, che pesano per circa un terzo sul totale

genti. Potrebbe apparire una classificazione superata ma al momento è così. Ben il 34% dell'indice Msci Emerging è rappresentato dai titoli cinesi quotati soprattutto a Hong Kong e in minima parte a Shanghai. Anche questo aspetto tira in ballo la questione delle diversificazione, perché esporsi agli Emergenti significa esporti prevalentemente all'Asia (se consideriamo anche il peso della Corea, Taiwan ed altre realtà) con un'incidenza che supera il 60% e significa anche esporsi ai grandi gruppi tecnologici asiatici (l'hi-tech pesa circa il 21% dell'Msci Emerging).

Le tensioni degli ultimi mesi innescate da regole più stringenti di Pechino anche sui big tecnologici ha avuto pesanti ripercussioni sul mercato degli Emergenti. Difficile pensare che un peggioramento del quadro in Europa e a Wall Street possa tenere al riparto gli Emergenti da scrolloni in Borsa.

— An.Gen.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Plus24
L'investimento di domani è qui

Miraggio diversificazione

Investimenti su cui puoi contare

Cover story

Asset allocation. Quanto è complesso diversificare

Azioni con gli emergenti meno protezione

Controllare il rischio con diversi stili di gestione e più liquidità

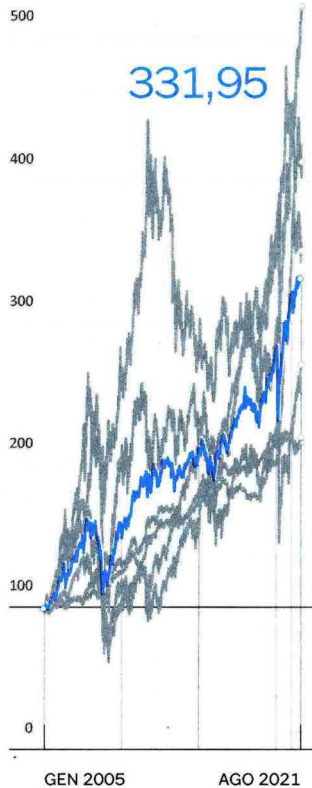
In scollita i portafogli modello e gli tre sono scembiati più in vista

IL QUADRO

SUL MERCATO

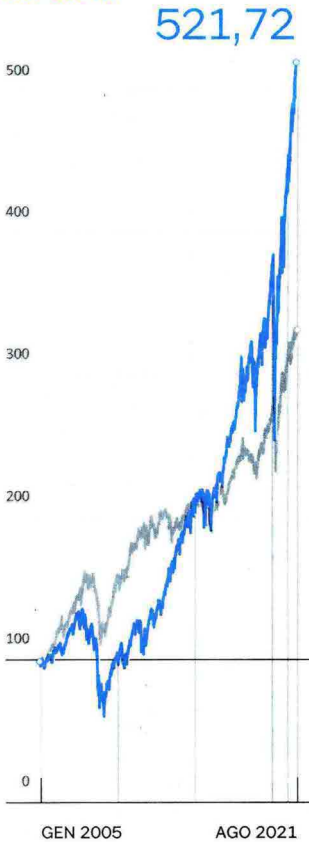
L'andamento total return dal gennaio 2005 di un portafoglio equipesato composto dai tre indici azionari, due obbligazionari e l'oro. Gli indici azionari sono S&P 500, Eurostoxx e Msci Emerging. Gli indici obbligazionari riguardano il mercato Usa (ICE U.S. Treasury 7-10 Year Bond) e quello europeo (S&P Euro-Bund). Le quotazioni dell'oro sono ai prezzi spot. Le performance del portafoglio equipesato sono poi ripetute a confronto con le dinamiche di prezzo di ogni singola asset class. Valori aggiornati al 16 agosto 2021. Base 03/01/2005 = 100

PORTAFOGLIO EQUIPESATO

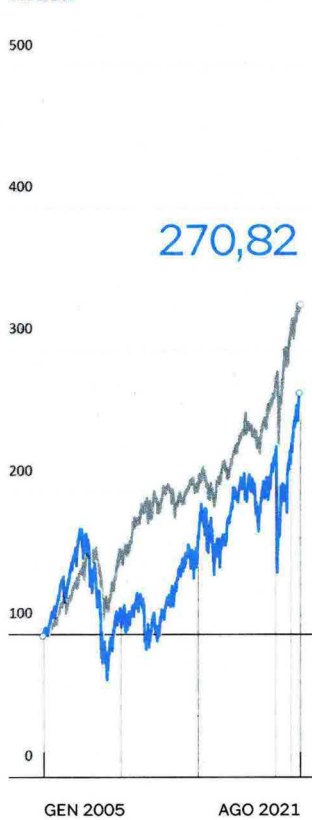


Fonte: Ten Sigma

S&P 500 TR



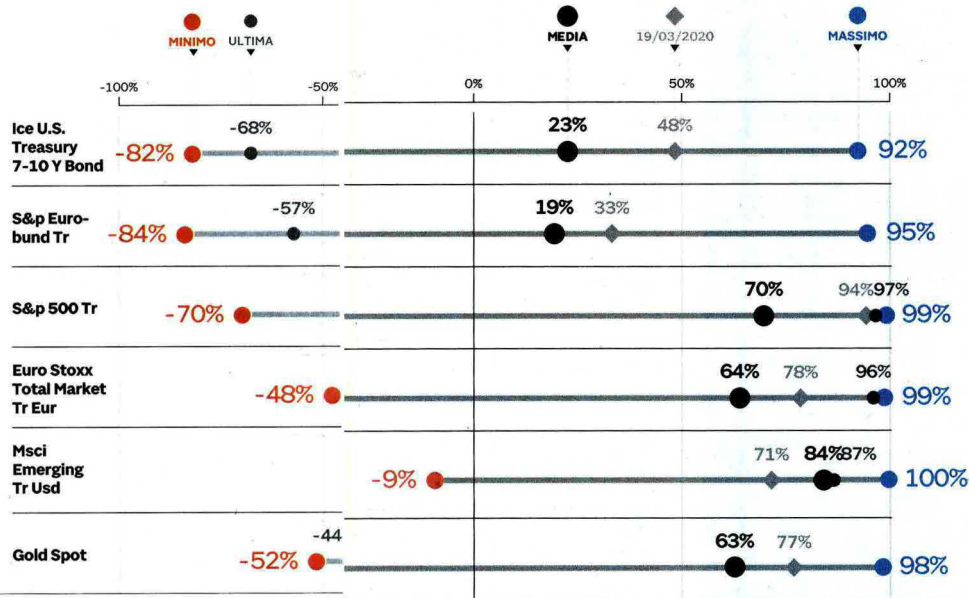
EURO STOXX TOTAL MARKET TR EUR



A CONFRONTO

L'analisi delle correlazioni a un anno rolling dal gennaio 2005 delle varie asset class rispetto a un portafoglio total return composto in maniera equipesata dalle stesse asset class ribilanciato giornalmente. Le correlazioni sono relative alla media su oltre 16 anni, al minimo, al massimo, alla correlazione del 19 marzo del 2020 (minimi sui mercati post pandemia) e nell'ultima data del 16 agosto 2021.

In %



Fonte: Ten Sigma

I destini dell'S&P 500 sempre più nelle mani di pochi big

IL CASO EMBLEMATICO

Andrea Gennai

Il tema della diversificazione può assumere mille sfaccettature. Non solo asset allocation di portafoglio ma anche, ad esempio, la composizione di un indice azionario. Un indice per antonomasia raccoglie un vasto numero di titoli azionari e quindi è ben diversificato ma questo non sempre è vero.

Il caso forse più eclatante dei tempi recenti è quanto sta accadendo all'S&P 500, l'indice statunitense più rappresentativo, forse addirittura l'indice azionario più importante al mondo. Il boom dei titoli tecnologici degli ultimi anni ha aumentato in maniera evidente il peso di que-

sto segmento sull'intero mercato. La pandemia e la forza crescente delle azioni più innovative ha amplificato ulteriormente questo fenomeno. Un'analisi di Jp Morgan Am aggiornata alla fine di luglio mette in evidenza due fenomeni che non si sono mai verificati sul mercato da inizio secolo, neanche nel corso della bolla internet del 2000. Il primo è il peso dei primi 10 titoli per capitalizzazione sull'indice

GLI UTILI DEI PRIMI DIECI TITOLI VALGONO IL 34% DI TUTTO L'INDICE CON VALUTAZIONI ALTE

S&P 500. Nelle ultime settimane l'incidenza si è portata intorno al 29% mentre nel 2000 si attestava di un paio di punti al di sotto. Se pensiamo che appena 5 anni fa il peso si attestava poco sopra al 16% si può osservare tranquillamente come sia cambiata sostanzialmente la ripartizione dei pesi.

Apple è il primo titolo per importanza con un'incidenza superiore al 6%. Poi abbiamo gli altri brand noti nel campo della tecnologia a partire da Amazon e Microsoft. Per trovare un titolo

non tecnologico occorre scendere alla settimana posizione con Berkshire, la holding di Warren Buffet mentre per trovare il primo titolo bancario (Jp Morgan) occorre arrivare al decimo posto, con un'incidenza sull'indice intorno all'1,2 per cento.

L'altra particolarità è quella dell'incidenza degli utili dei primi 10 titoli per capitalizzazione sull'intero indice S&P 500: oggi questo livello è salito quasi al 34% e non si era mai verificato da inizio secolo.

Chi oggi si compra un Etf o un fondo comune che replica l'indice statunitense sa che il suo livello di diversificazione è sicuramente inferiore rispetto al passato e che un terzo delle sorti dell'intero indice è in mano a un manipolo di azioni legate soprattutto al comparto tecnologico ma non solo. Le sorti di questi titoli determineranno, nel bene o nel male, nell'immediato futuro gli sviluppi dell'intera Wall Street. Oltretutto queste azioni sono quelle con valutazioni più care: la media del price earning dei primi 10 titoli addirittura si avvicina a 30 volte gli utili attesi nei prossimi 12 mesi a fronte di un p/e dell'intero indice poco sotto i 22. Titoli molto gettonati e non particolarmente a buon prezzo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Contenere il rischio con diversi stili di gestione e più liquidità

STRATEGIE

Marzia Redaelli

Azioni e obbligazioni che si muovono all'unisono levano le ancore ai portafogli. Va benissimo quando tutto sale, ma se i mercati girano al ribasso non c'è rete di sicurezza. In aggiunta, la visibilità sui listini è ridotta: tensioni geopolitiche, incertezze sulla ripresa e inflazione che serpeggia rendono difficile l'approdo a porti finanziari sicuri.

Usare un bilanciere

L'inflazione minaccia la diversificazione tradizionale perché aumenta la correlazione tra azioni e obbligazioni e vanifica l'efficacia dell'allocazione bilanciata classica 60/40. Tra le idee di Amundi per tamponare i rischi, allora, c'è un approccio barbell - cioè del bilanciare - della parte azionaria del portafoglio: si investe in titoli legati alla crescita e anche in titoli difensivi (come utilities e azioni che danno dividendi, per esempio).

Falsa prospettiva

Guardare il mercato da un punto di osservazione superato, quindi, può essere fuorviante.

«L'errore da evitare - afferma Michele De Michelis, responsabile degli investimenti di Frame A.M. - è costruire un portafoglio con azioni americane, europee e obbligazioni corporate per cercare il rendimento che le governative non danno più. I risparmiatori non sembrano consapevoli del rischio di queste emissioni, soprattutto quelle high yield (ad alto

rendimento, ndr), che scenderanno sia se le cose vanno bene per via dell'inflazione, sia se andranno male ancora per un po', perché ci saranno più fallimenti e ristrutturazioni delle società debitorie». L'allarme di De Michelis arriva a ragion veduta, perché le statistiche evidenziano una crescita continua dei fondi sulle obbligazioni high yield.

Cuscinetto liquidità

In queste condizioni estreme la liquidità sembra il male minore.

«Uno dei modi per fronteggiare la correlazione dei mercati - spiega Giovanni Cuniberti, responsabile della consulenza di Gamma Capital Markets - è una quota di liquidità dal 30% al 50% del portafoglio a seconda dei profili di rischio. Non è il momento di essere investiti al 100% e così si può acquistare sugli storni, perché la nostra view di fondo resta positiva».

AMMORTIZZATORE

50%

Spartiacque mobile

È la quota di liquidità massima suggerita dai gestori agli investitori più prudenti per fronteggiare un periodo complesso sui mercati come l'attuale. La visione di fondo sui listini e sull'economia resta però positiva e quindi la disponibilità di denaro può servire per rientrare in borsa a prezzi interessanti.

Strategie

Le proposte degli esperti interpellati da Plus24 per diversificare il rischio fanno leva soprattutto sulle tecniche di gestione.

«I nostri portafogli - precisa Cuniberti - sono dunque per metà liquidi; per il 25% gestiti attraverso un algoritmo che una volta al mese ci dice se e come ruotare il portafoglio, basandosi su prezzi, volatilità, volumi di scambio e correlazioni tra le classi di attività (ora, per esempio, abbiamo il 40% in Treasury, il 20% in azioni Usa dell'S&P500, il 15% in azioni europee, il 10% in Nasdaq, un altro 10% in materie prime e il 5% in oro); per il restante 25% del paniere la selezione dei titoli è fatta con valutazioni discrezionali».

La diversificazione suggerita da De Michelis fa perno sulle strategie e sugli stili di gestione: «Per una quota dal 10% al 30% del portafoglio utilizziamo i fondi long short market neutral (comprano al rialzo e si coprono al ribasso per neutralizzare il rischio, ndr); sono strumenti complementari in periodi tranquilli e diventano portanti in periodi di turbolenza come questo. Non è tempo di diversificare con le classi di attività, meglio cercare decorrelazione nelle strategie o negli stili, per esempio con titoli value, legati alla crescita, e growth, con potenzialità future inesprese, evitando però società troppo statiche o, al contrario, valutate a prezzi stellari senza ragione. Anche le azioni cinesi adesso sono decorrelate e correttamente prezzate dopo il calo. Infine, può servire un 2-3% di oro da comprare sotto i 1.800 dollari e rivendere sopra i 1.900».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

In soffitta i portafogli modello e gli Etf sono sempre più in voga

STRUMENTI

Lucilla Incorvati

Non è sempre facile costruire una valida asset allocation diversificata per i piccoli risparmiatori. Proprio la dimensione del portafoglio rende più difficili e importanti le scelte. Si devono avere obiettivi precisi, un metodo corretto e allearsi con il tempo. È questa la ricetta di Andrea Zanella, consulente indipendente. «Con obiettivi precisi - spiega - intendo due aspetti: sapere a che cosa è orientato il risparmio e definire la propria sopportazione del rischio, intesa più che altro come sopportazione delle variazioni dei valori. Allearsi con il tempo significa non dar peso alle oscillazioni che sempre ci saranno sui mercati. Per il metodo dipende dal risparmiatore, non esiste un metodo e/o strategia che possa andare bene per tutti».

Fino a qualche tempo fa andava per la maggiore il portafoglio modello. «Bellissimi strumenti, ma non si adattano alla soggettività dei risparmiatori. Quindi, in fin dei conti, perfettamente inutili - aggiunge Zanella -. Senza obiettivi chiari a monte, rappresentano un esercizio sterile e teorico, anche se spesso vengono proposti all'investitore come la soluzione chiavi in mano a tutti i problemi». «Il più classico portafoglio modello è quello costituito dal 60% azioni e

dal 40% obbligazioni - gli fa eco Francesco Messina, anche lui consulente indipendente - che ha sempre realizzato buoni risultati in termini di rischio rendimento. Negli ultimi anni le politiche monetarie ultra-espansive hanno portato i tassi di interesse a livelli difficilmente comprimibili ulteriormente ed è quindi lecito domandarsi se la funzione di protezione e di decorrelazione storicamente svolta dai bond possa essere replicata anche in futuro».

Anche un piccolo investitore può oggi accedere alla stragrande maggioranza dei mercati e realizzare un portafoglio anche con un patrimonio non rilevante. «Molto dipende se si vuole far da soli o se si preferisce essere accompagnati - aggiunge Zanella -. Nel primo

caso affidarsi agli Etf mette al riparo da ogni cattiva sorpresa, tranne che dalle oscillazioni. Se si è accompagnati, si possono valutare anche qualche buon fondo comune e strumenti alternativi come il "peer to peer lending", ma solo se guidati da un esperto».

Non sono rari i casi in cui il risparmiatore viene sollecitato a diversificare il rischio di portafoglio attraverso il cosiddetto "private market". «Non credo che tali asset class siano delle reali alternative - sostiene Messina - per diversificare i portafogli dei piccoli risparmiatori a causa dei costi elevati dei prodotti, della complessità delle strategie e soprattutto dell'illiquidità degli strumenti. Per minimizzare i costi di negoziazione, di gestione e di ribilanciamento è possibile investire su un numero limitato di Etf che consentono di replicare le principali asset class».

Gli Etf hanno costi di gestione molto bassi e pertanto riescono a ottenere performance in genere migliori dei classici fondi di investimento. «Sono inoltre da poco disponibili anche in Italia Etf che replicano dei portafogli bilanciati con diversi profili di rischio - conclude Messina -. In quest'ultimo caso con un unico strumento finanziario dal costo ridotto si può investire in un veicolo di investimento che al proprio interno investe su tutte le principali classi di attivo».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

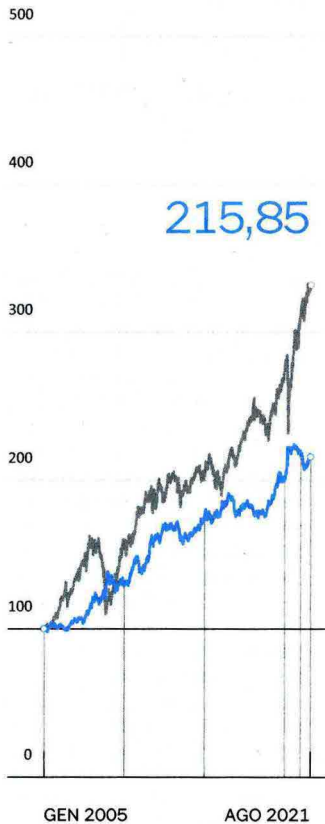
COMMISSIONI RIDOTTE

0,2-0,7%

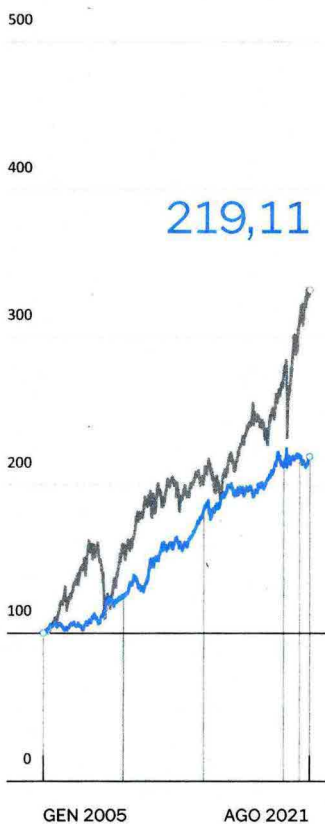
Costi di negoziazione

È il range dei costi che in genere gli intermediari addebitano per la compravendita di un Etf. A questa spesa occorre aggiungere i costi di gestione annua dell'Etf che partono da un minimo dello 0,09% e difficilmente superano l'1%

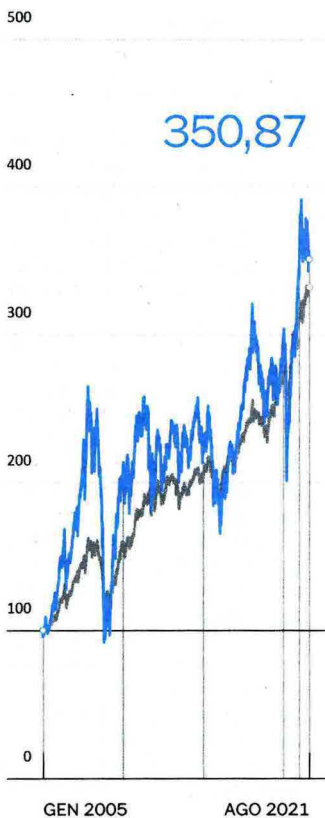
ICE U.S. TREASURY 7-10 YEAR BOND



S&P EURO-BUND TR



MSCI EMERGING TR USD



GOLD SPOT

