

COVER STORY

Quando un'era è al tramonto

Come superare (bene) l'estate e affrontare un probabile fine ciclo rialzista sui mercati azionari? I consigli di analisti e strategist per diversificare il più possibile il portafoglio, sfruttando le opportunità fornite dalle varie asset class

di Max Malandra

Il primo semestre dell'anno ha riportato sui mercati finanziari la volatilità. Termine che sembrava ormai desueto, dopo un 2017 di bonaccia sia sui listini azionari sia su quelli obbligazionari. E così, dopo un mese di gennaio prettamente rialzista e un febbraio altrettanto squisitamente ribassista, i mesi successivi hanno visto un recupero dei prezzi fino a maggio, quindi una ennesima caduta. Allarmi geopolitici e la situazione italiana hanno infatti riacceso gli allarmi sui mercati e **rispolverato scenari risk off**. La discesa dell'equity e il rialzo dei rendimenti hanno così messo sotto pressione, e a dura prova, i portafogli degli investitori. «Il ritorno della volatilità nei mercati finanziari nel primo trimestre 2018, assolutamente normale in prospettiva storica, è stato un assaggio di ciò che potrebbero riservarci i prossimi mesi, senza pregiudicare le possibilità di conseguire ritorni positivi a fine anno», mette in guardia **Luca Tobagi**, investment strategist di Invesco. «Il primo semestre del 2018 ha messo in evidenza una **maggiore selettività** degli investitori nell'allocazione degli attivi».

aggiunge **Wladimir Biasia**, professore in Banking and finance all'Università di Udine e partner fondatore di Wb Advisors. «È sensibilmente aumentata la **percezione del rischio** e con esso i timori per movimenti di coda che possono mettere in discussione il ciclo espansivo che dal 2009 governa gran parte dei mercati sia azionari sia obbligazionari. I primi rimangono fortemente sintonizzati all'andamento di Wall Street, i secondi all'andamento del decennale americano». «La percezione del rischio è qualcosa che tende a modificarsi nel tempo e in particolare questo avviene sovrappesando eventi recenti rispetto a quelli accaduti in passato», spiega **Michele de Michelis**, cio di Frame Asset Management. «È come se i cittadini di Miami avessero disdetto l'assicurazione contro gli uragani perché ormai la città non veniva più colpita da anni e poi si fossero ritrovati a dover affrontare senza una reale copertura l'uragano Irma, che l'anno scorso è stato il più aggressivo negli Stati Uniti dai tempi di Katrina del 2005». «Ogni investitore dovrebbe fare periodicamente, meglio se con il supporto

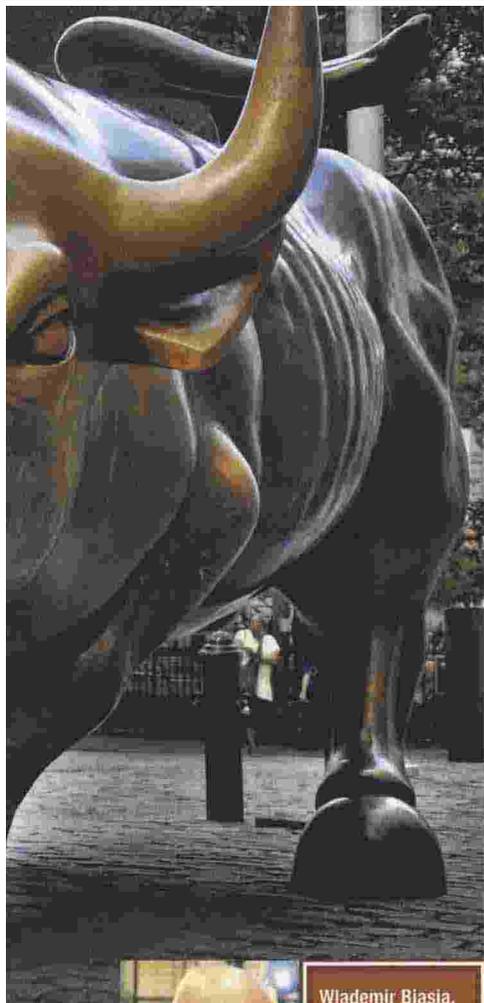


Luca Tobagi,
investment
strategist
di Invesco

di un esperto del settore, un **check up del proprio portafoglio** e valutare se la propria asset allocation sia adeguata ai personali obiettivi di rischio/rendimento e soprattutto se gli asset presenti in portafoglio siano coerenti e adeguati al proprio orizzonte temporale», interviene **Lorenzo Batacchi**, portfolio manager di Bper Banca e socio AssiomForex. «Molti investitori pensano infatti che solo il timing sia importante nella gestione di un portafoglio, ma gli investitori con un orizzonte temporale di medio periodo, dovrebbero **privilegiare l'analisi della composizione** dei propri asset piuttosto che il timing puro».

LA FINANZA È ANDATA PIÙ VELOCE DELL'ECONOMIA

Ma qual è la situazione attuale? «Dal mio punto di vista concentrarsi solo sul



Wladimir Biasia,
professore
in Banking
and finance
all'Università
di Udine

lato puramente economico, micro, cioè le trimestrali, o macro che sia, non è l'approccio corretto», prova a spiegare **Alessandro Balsotti**, cio e responsabile investimenti di Jci Capital. «Veniamo da un bull market abbastanza indiscriminato, quasi un decennio ormai, in cui è innegabile che la componente di supporto monetario, vale a dire la liquidità che ha trovato la strada facile più negli asset finanziari che nell'economia reale, è stata fondamentale. Per semplificare, **la finanza ha sovraperformato l'economia**, che è sì cresciuta, ma a ritmi moderati rispetto a fasi espansive del passato. A questo punto, il ciclo di supporto monetario si sta invertendo: la Fed è infatti già venditrice netta di asset, e il mondo delle banche centrali preso complessivamente lo diventerà tra un paio di trimestri. È così scandaloso quindi pensare che nei



Michele de
Michelis,
cio di Frame Asset
Management

prossimi mesi la finanza potrebbe sotto-performare l'economia? E quindi avere dei mercati che fanno più fatica a salire, nonostante notizie anche positive micro e macro, e diventano molto più volatili? Lo stiamo già vedendo...»

«Siamo entrati nella **fase matura** di questo ciclo azionario», interviene Tobagi. «Quest'ultima è solitamente caratterizzata da una maggior volatilità, cosa che peraltro stiamo sperimentando da febbraio. Pensiamo che l'argomento volatilità rimanga un fattore importante per i prossimi mesi anche considerando che, storicamente, l'estate è un periodo volatile con frequenti correzioni repentine. Restiamo tuttavia costruttivi e cautamente ottimisti perché il **ciclo degli utili è ancora intatto** ed esteso a diverse aree geografiche, in primis Stati Uniti ed Eurozona. Questo dovrebbe più che compensare i crescenti rischi, soprattutto geopolitici».

LO SCENARIO INTERMARKET

E come si spiegano i movimenti di mercato, al netto della situazione italiana? «La correzione di febbraio e il contestuale aumento degli indicatori di volatilità maturata in parte come conseguenza diretta del rialzo dei rendimenti sul tratto breve e lungo della **yield curve statunitense**, ha in molti posto il problema di come ruotare i risky asset verso aree di parcheggio», delinea lo scenario Biasia. «Un tempo l'attesa riduzione dei rendimenti offriva un riparo opportunistico nei bond, dai governativi ai corporate passando per gli emergenti. Oggi invece tale possibilità si è notevolmente dissolta, per cui la rotazione degli attivi verso un'azione di **fly to quality** nell'obbligazionario non garantisce a priori un'allocazione ottimale al riparo del rischio». Non c'è dubbio però che le fasi correttive sull'equity si accompagnano a brevi momenti di correzione dei rendimenti, ma mentre un tempo queste rotazioni potevano essere declinate in azioni strategiche (anche di ampio respiro), oggi queste rotazioni assumono sempre



Alessandro
Balsotti,
cio e responsabile
investimenti
di Jci Capital

più spesso carattere tattico e comunque l'alternanza non garantisce più un esito positivo. «Le ragioni sono riconducibili principalmente a due fenomeni: da un lato si teme che il ciclo azionario sia entrato in una fase di maturità, mentre nel caso di rendimenti obbligazionari si ha quasi la certezza che il ciclo espansivo sia appena in una fase ancora esordiente», spiega Biasia. «Il **Treasury decennale Usa** dopo aver superato a inizio anno l'area di 2,65%, ha accelerato sino a spingersi recentemente sopra la soglia del 3%. In questa fase, almeno fintantoché i valori rimangono circoscritti sotto i recenti massimi, è plausibile attendersi consolidamenti; parentesi correttive con fluttuazioni che possono anche subire movimenti di coda verso area 2,60/55. L'apertura di una finestra correttiva chiama direttamente in causa realizzi sull'azionario. In termini di rischio ogni qualvolta il decennale accenna queste reazioni, aumenta il timore che l'S&P500 possa ritornare a collaudare i minimi di febbraio».

PROTEGGERE I PORTAFOGLI

Le correzioni dei mercati finanziari mettono però a dura prova i nervi (e i portafogli) degli investitori. Come allora ridurre le eventuali perdite o movimentare in senso più prudente il patrimonio mobiliare? «Ritengo che in questo contesto di alti rischi esogeni, sia da preferire un approccio cosiddetto di **risk parity**, ovvero dare più importanza all'analisi del rischio degli asset piuttosto che all'analisi del rendimento atteso», spiega Batacchi. «Con questa analisi sarà quindi fondamentale valutare le correlazioni dei singoli asset al fine di detenere un portafoglio il più possibile diversificato e decorrelato». «Riteniamo opportuno ricercare una **diversificazione efficace**, per puntare a proteggere il portafoglio nelle fasi di discesa, senza rinunciare a troppo rendimento atteso durante i rialzi», dice Tobagi. «Nell'ipotesi che i settori tradizionalmente considerati difensivi possano soffrire in fase di ▶»

COVER STORY



Lorenzo Batacchi,
portfolio manager
di Bper Banca

rialzo dei rendimenti obbligazionari, e che possiamo assistere a correzioni nei prossimi mesi, può apparire opportuno mantenere un certo livello di cash nei portafogli, magari prendendo profitto da alcune posizioni rischiose sulla forza, per poi reinvestirlo nelle fasi di debolezza dei mercati. Un rialzo dei rendimenti obbligazionari ha un effetto negativo sulle quotazioni dei bond già in portafoglio, ma ha il merito di **ampliare le possibilità di asset allocation**, in quanto rende i nuovi investimenti in obbligazioni in grado di generare rendimenti superiori al recente passato. Anche per i titoli di Stato: un mondo con il decennale Usa al 3% offre opportunità di costruire portafogli più ampie di quando tale rendimento era al 2%.

«In questa fase di mercato preferiamo prendere **meno scommesse direzionali** e più quelle relative all'interno dell'azionario, del credito e dei titoli governativi», aggiungono da Amundi. «Questo permette di bilanciare e diversificare meglio il rischio tra asset class. In termini di copertura il nostro approccio è pragmatico: una volta identificate le fonti di rischio e i potenziali impatti sui portafogli selezioniamo le asset class che possano proteggere meglio in caso determinati eventi rischiosi avvengano. Non dobbiamo dimenticare che in questa fase sia il mercato obbligazionario sia quello azionario possono soffrire contemporaneamente e quindi la caratteristica di protezione dei titoli governativi può venire momentaneamente meno: per questo motivo, accanto alle tradizionali **forme di copertura attraverso acquisto di oro o di volatilità**, investire una parte di portafoglio in valute quali lo yen può aiutare a rendere la protezione più efficiente e diversificata per differenti tipologie di rischio».

«A mio parere ci sono due possibilità interessanti, i Treasury Usa e il **franco svizzero**», sintetizza Balsotti. «Il primo a cambio scoperto: non è detto che il dollaro da qui si rafforzi ma è da lui dipende molto del rischio mercato in questa fase.

E comunque il pick-up è interessante e potrebbe assorbire almeno parte delle perdite di un dollaro più debole, che rappresenterebbe comunque uno scenario più facile per il resto del portafoglio long. La seconda opportunità è la valuta elvetica: più che il cash o i bond, che scontano tassi pesantemente negativi, si potrebbero comprare azioni svizzere con il mondo industriale elvetico che negli ultimi anni ha preso quote importanti a scapito dell'industria francese, italiana, spagnola, spesso massacrata dalla competizione intra-euro tedesca.

«Il ritorno di inevitabili condizioni di stress nell'Eurozona, a causa dei forti squilibri presenti nell'Unione, offre e probabilmente suggerisce, l'opportunità di allocare una parte del portafoglio in divise diverse dall'euro a partire dal dol-

L'IDEA CHIAVE RIMANE LA DIVERSIFICAZIONE PER ASSET CLASS,

AREA GEOGRAFICA E VALUTARIA

laro Usa», conferma Biasia. «Nel mese di aprile abbiamo assistito a un ritorno di forza della divisa americana. La distonia tra linea di policy monetaria perseguita dalla Fed rispetto a quella della Bce rappresenta uno dei driver che rendono plausibile la forza del biglietto verde. Un altro fattore di attrattività è dato dalle criticità intrinseche all'euro moneta: la persistenza di queste tensioni può riportare il cambio verso i minimi già segnati agli inizi del 2017». «Il rialzo, in termini di rendimenti, del Treasury Usa sta portando e porterà a uno **spostamento dall'equity ai bond**», aggiunge de Michelis. «L'azionario non è molto sopravvalutato, anche alla luce dei dati trimestrali diffusi dalle società, tuttavia quello che mi preoccupa è la quantità di denaro degli asset manager: il rischio è che se parte una correzione "cattiva" si dia luogo a una sorta di catastrofe che si autoavvera, con la corsa alle vendite e l'avvitamento dei prezzi e un mercato rarefatto. Un po' come successo nel 2008. Senza contare che, se sono i grandi asset manager a vendere, chi compra?».

NUOVI PORTAFOGLI

Intanto, secondo i dati di Banca d'Italia, il Paese ha 1.396 miliardi di euro di depositi e risparmio postale, di cui 960 sono in capo alle famiglie. E se



Lorenzo Portelli,
senior asset
allocation analyst
di Amundi

la liquidità ha un costo, sui mercati le opportunità potrebbero non mancare. Partendo quindi da zero, quale potrebbe essere un portafoglio difensivo per superare l'estate? «Il carattere difensivo di un portafoglio non può prescindere dalla tolleranza al rischio dell'investitore e resta quindi un concetto soggettivo», mette in chiaro Lorenzo Portelli, senior asset allocation analyst di Amundi. «Ciò che invece deve rimanere oggettivo è il consiglio di diversificare il più possibile il portafoglio sfruttando le opportunità fornite da tutte le asset class: azionario, obbligazionario, materie prime e valute. Inoltre, ciò che si può suggerire è optare per un'allocation meno rischiosa rispetto a un anno fa; per esempio, avendo in mente un profilo conservativo, in cui l'azionario possa pesare al massimo per il 30%, un'esposizione attorno al 20% può essere opportuna».

«L'idea chiave rimane la diversificazione per asset class, area geografica e valutaria», aggiunge lo strategist di Invesco. In costanza di un quadro macroeconomico positivo, che appare ancora favorevole alle attività rischiose, riteniamo che abbia senso allocare parte del portafoglio ad asset class esposte al buon andamento del ciclo, come azioni e obbligazioni a spread, anche emergenti. La contrazione degli spread per i possibili miglioramenti della qualità del credito potrebbe almeno in parte compensare l'effetto negativo sui corsi obbligazionari del rialzo dei rendimenti. **Mantenere una parte del portafoglio in liquidità** consente sia di ammortizzare eventuali aumenti della volatilità, sia di investire opportunisticamente in caso di correzione».

«Personalmente credo che la semplicità sia premiante, ammesso ovviamente che sia azzeccata l'idea di un portafoglio difensivo», aggiunge il cio di Jci Capital. «Azionario, chiaramente come peso leggero: geograficamente meglio l'Asia di Usa e Europa, dal punto di vista dello stile di gestione preferisco il **value a growth o momentum**, mentre sotto il profilo settoriale starei su tlc, utility, »

Come interpretare i primi segnali di fine ciclo

Il mercato azionario, specialmente quello statunitense, è ormai al decimo anno di Toro, quello europeo è sicuramente più volatile ma tendenzialmente è rimasto impostato anch'esso al rialzo, mentre sul versante obbligazionario le politiche divergenti di Fed e Bce hanno allontanato il movimento parallelo dei bond sulle due sponde dell'Atlantico. Ma quali potrebbero essere a questo punto i segnali in grado di avvertire dell'arrivo di una crisi profonda?

«Più che il mercato azionario, i cui multipli hanno avuto una bella sgonfiata con la fase correttiva e nonostante la crescita degli utili, mi sembra che una fonte di volatilità pericolosa possa arrivare dal mondo del debito/credito con la leva finanziaria del mondo privato che è salita molto negli ultimi anni. Soprattutto nel mondo emergente, ma non solo», spiega **Alessandro Balsotti** di Jci Capital. «La variabile chiave credo sia il dollaro. Io sono abbastanza neutrale a questo punto, ma se dovesse continuare a rafforzarsi, peserebbe sugli emergenti che rimangono sotto pressione, con probabile contagio di tutto il mondo high yield. Il credito corporate di varia natura è ora molto presente nei portafogli di tutti, anche sotto forma di fondi ed Etf».

«Monitoriamo costantemente le varie fonti di rischio, a maggior ragione in questa fase nella quale i rischi geopolitici si affiancano a quelli di politica monetaria, economici e legati al mercato», aggiunge **Lorenzo Portelli** di Amundi. «Ogni fonte di rischio ha il suo segnale anticipatore; per esempio, per quanto concerne il rischio geopolitico, monitoriamo le correlazioni tra le varie asset class, o variabili, più sensibili alla propensione al rischio, quali oro, yen e Vix tra le altre, mentre per il rischio di politica monetaria ci concentriamo sui livelli del tasso governativo a 10 anni statunitense; infine per il rischio economico e di mercato ci focalizziamo rispettivamente sugli indicatori di congiuntura economica e sui multipli azionari».

«I minimi di febbraio costituiscono per l'equity i limiti su cui controllare i rischi strategici», entra nel dettaglio **Wladimir Biasia** di Wb Advisors. «I massimi fissati dal 10 anni Usa rappresentano invece la barriera sopra cui controllare definitivamente, per coloro i quali non l'avessero ancora fatto, i rischi legati all'obbligazionario globale. Secondo la nostra visione dei mercati, in assenza di una fase marcatamente allarmante, i global bond tenderanno a perdere ulteriore appeal. Per queste ragioni riteniamo che la parte obbligazionaria di un portafoglio vada allocata con una gestione attiva della duration accompagnata da un'attenta diversificazione valutaria».

Del resto, in un quadro macroeconomico ancora favorevole, con economia globale in crescita e inflazione positiva e moderata, i tassi di interesse sono la variabile chiave da controllare: rialzi dei rendimenti governativi, sia pure alimentati da un contesto economico benigno, avrebbero un impatto sfavorevole diretto sui corsi obbligazionari e, potenzialmente, indiretto sulle borse. «Paradossalmente, anche i settori azionari considerati più difensivi, come utilities e telecomunicazioni, potrebbero soffrire: sono ritenuti bond proxy in virtù degli alti dividendi pagati e potrebbero finire sotto pressione in modo analogo alle obbligazioni», interviene **Luca Tobagi** di Invesco. «Le valutazioni sono un altro elemento da controllare. La correzione di febbraio e marzo ha permesso di riassorbire alcuni eccessi: anche nella borsa Usa, più cara delle altre. Intanto il ciclo economico è ulteriormente maturato, le aziende hanno riportato utili in marcata crescita e le stime sono state riviste al rialzo. Ciò ha contribuito a contenere le valutazioni anche dal lato fondamentale. Rivedere i livelli valutativi di fine gennaio, con tassi di interesse più alti e aspettative superiori, potrebbe essere un segnale cui prestare attenzione in ottica di potenziali correzioni, soprattutto perché potrebbe aumentare la sensibilità dei mercati ai dati economici e a potenziali choc esogeni, anche geopolitici. Infine, un posizionamento degli investitori che tornasse affollato su alcune asset class più rischiose, come le azioni, potrebbe essere un segnale a cui prestare attenzione in ottica contrarian».

pharma, consumi di base; banche sì ma statunitensi, eviterei il settore in Europa. Per quanto riguarda l'obbligazionario cercherei duration sui governativi risk free. Sulla curva Usa si può stare anche sulla scadenza a cinque anni, visto che è piatta, mentre come protezione sul core Europa, con la Germania che funzionerà sempre bene. Invece per quanto riguarda i corporate starei particolarmente

attento: gli high yield a questo punto sono molto pericolosi, quindi rimarrei sui rating investment grade di livello, quindi «A». Infine gli alternativi: occorre un'analisi molto attenta del singolo gestore, in particolare andare a vedere come si è comportato nelle fasi di forte stress, ovviamente nel 2008-2009, ma se il track non è così lungo anche il secondo semestre del 2011 (crisi periferica

europea) e del 2015 (Cina e VW) sono due buoni banchi di prova. Le strategie che possono funzionare sono **global macro, event driven**, e più in generale le strategie compratrici di volatilità. Il long/short equity è da prendere con le pinze: può andare bene se il gestore ha un approccio value o se ha dimostrato in passato di poter avere una gestione dinamica dell'esposizione netta».

«Un'ulteriore alternativa a strumenti long only di mercato può essere data da prodotti flessibili e income, in cui la delega di gestione assegnata al money manager surroga la necessità di modulare beta e duration dei portafogli», interviene Biasia. «Si tratta di una strada complessa in cui la selezione dei fund manager richiede capacità analitiche altrettanto sofisticate in grado di deviare dal fattore moda che troppo spesso seduce e conquista l'investitore semplicemente sulla base di performance acquisite in periodi di più semplice lettura operativa».

«Più in generale rimarrei su strategie **non contrarian**, vale a dire strategie che tengono il portafoglio protetto, ma senza perdere nel caso il mercato riparta», ribatte di Michelis. «Ad esempio i gestori inglesi di Ruffer hanno un portafoglio con 40% di equity selezionato e una protezione costruita sia con inflation linked, che mette al riparo da una eventuale ripresa dell'inflazione, sia da opzioni call sulla volatilità che proteggono dagli spike di volatilità, come successo ad esempio in febbraio. Accanto a questi, altri strumenti, sono le classiche strategie market neutral, event driven, special situation, long/short credit, oppure l'azionario giapponese, che sta consolidando grazie anche al supporto di banca centrale e governo. La forza dello yen, comprato nelle fasi di risk off, bilancia le eventuali discese dell'equity ed è il motivo per cui consigliamo di non fare hedging su più di metà della posizione». E l'Italia? «Ricordo che l'azionario italiano pesa sull'indice Eurostoxx600 solo il 4% e quindi, un portafoglio con esposizione all'Italia superiore a questa percentuale, sarà da considerarsi come sovraesposizione al nostro paese con tutti gli eventuali rischi del caso», conclude Battacchi. «In questo particolare contesto economico, ritengo quindi opportuno avere posizioni sia in valuta, dollaro in primis, sia in un basket ben diversificato di materie prime».