MERCATI FINANZIARI

OCCHIO ALLE POLICY DELLE BANCHE CENTRALI

Dopo un 2017 da record per i mercati globali, quest'anno Fed e Bce attueranno strategie di normalizzazione della politica monetaria. Ecco, secondo gli strategist, cosa devono attendersi gli investitori e come potranno agire

Nino Sunseri

Ripresa dell'economia, assenza di inflazione, disoccupazione in calo. Questi fattori hanno reso il 2017 un anno davvero da ricordare per i mercati finanziari. Adesso che il 2018 è ormai entrato nel vivo, la domanda è: il trend positivo durerà? Se è vero, infatti, che anche per quest'anno le previsioni parlano di un'ulteriore crescita globale, è altrettanto vero che, come sottolineano da più parti esperti ed economisti, le politiche delle banche centrali sono destinate a influenzare, e non poco, lo scenario di riferimento. Le banche centrali, occorre evidenziarlo, hanno avuto, attraverso i loro consistenti interventi di politica monetaria, un ruolo decisivo durante la crisi, contribuendo a rianimare un mercato finanziario globale che era arrivato vicino al collasso. Anche nel 2017, secondo i calcoli di Pictet Asset Management, i cinque principali istituti di credito mondiali hanno iniettato la bellezza di 2.500 miliardi di dollari sui vari mercati. Ora, però, le policy delle banche centrali, Federal Reserve e Bce in primis, per i prossimi anni prevedono un'inevitabile stretta sulla liquidità. Quali effetti potrebbe avere tutto ciò sul settore azionario e obbligazionario? Bisogna preoccuparsi per un rialzo dei tassi di interesse e un conseguente aumento della volatilità? Per inquadrare meglio l'anno appena cominciato, *Asset Management* ha rivolto queste domande a quattro strategist del mondo del risparmio gestito italiano: **Monica Defend**, deputy head of group research & macro strategy and head of strategy del Gruppo Amundi;

Federico Mosca, head of absolute return di Arca Fondi Sgr; **Luca Tobagi**, Cfa, investment strategist di Invesco; e **Geraldine Sundstrom**, gestore strategie asset allocation di Pimco.

Le risposte sono state piuttosto univoche. Primo: nell'immediato, fortunatamente, non ci sono reali motivi per allarmarsi eccessivamente. La ripresa economica, certo, è con ogni probabilità ormai matura, ma ci sono ancora spazi per un'ulteriore espansione, sia in Europa, sia, soprattutto, nei paesi emergenti. Secondo: tutto lascia pensare che il processo di normalizzazione della politica monetaria sarà graduale e, quindi, destinato (almeno nei prossimi mesi) a non provocare eccessivi contraccolpi. Allo stesso tempo, però, ci sono alcuni aspetti da considerare con attenzione e cautela: la riduzione della liquidità, pur lenta che sia, porterà inevitabilmente a un rischio di aumento della volatilità e di rialzo dei tassi. Al tempo stesso, un incremento dell'inflazione più marcato del previsto potrebbe determinare significative oscillazioni dei mercati.

Per proteggersi da queste eventualità, come hanno sottolineato gli strategist interpellati, è fondamentale che gli investitori diversifichino il proprio portafoglio, mitigando così l'esposizione al rischio. Rotazione e flessibilità, dunque, sono le parole d'ordine principali. Ovvero, saper combinare le classi di attività e gestirle in modo attivo e dinamico. Puntare, in definitiva, su un livello più elevato di cultura finanziaria per non farsi trovare impreparati.

Il 2017 è stato un anno record per i mercati globali. Vi aspettate che il 2018 riconfermi i trend dell'anno appena trascorso?

DEFEND Il 2018 si distinguerà dal 2017 e dagli anni precedenti per un cambiamento chiave: il ruolo delle banche centrali che, in misura diversa, ricalibreranno i propri strumenti di politica monetaria. Sarà quindi fondamentale osservare le dinamiche di crescita, e soprattutto di inflazione e di attese di inflazione, perché queste saranno le chiavi di lettura attraverso le quali la ricalibrazione verrà implementata. Inoltre la volatilità sarà potenzialmente più elevata e questo porterà a rendimenti aggiustati per il rischio inferiori rispetto al passato. In termini di conseguenze di investimento, se prima eravamo «risk-on» con coperture su rischi selezionati e sostanzialmente corti di duration, quest'anno, pur rimanendo «risk-on», saremo più cauti e pronti a rotazioni per mitigare l'esposizione complessiva al rischio.

MOSCA Sarà molto difficile ripetere un anno come il 2017. Sebbene le previsioni di crescita siano ulteriormente in accelerazione e la ripresa globale dovrebbe continuare, la normalizzazione della politica monetaria dovrebbe proseguire e questo porrà un freno all'apprezzamento dei mercati finanziari che, soprattutto nel mondo del reddito fisso, scontano già quasi pienamente lo scenario positivo.

TOBAGI Entrando nel 2018, ci aspettavamo una prosecuzione dei trend del 2017. Ed effettivamente è quello che si è verificato a gennaio, che è stato un mese molto forte per tutti i mercati azionari e, in parte, per quelli obbligazionari. Questo perché il sottostante macroeconomico si mantiene molto favorevole e la dinamica dei prezzi si è assestata su un territorio positivo: una condizione che ha permesso alle banche centrali di continuare a essere accomodanti, e, allo stesso tempo, di annunciare i loro passi successivi di normalizzazione graduale delle proprie politiche. In questo scenario, gli aspetti in grado di destabilizzare il quadro positivo sono due: in primis, in presenza di un'accelerazione massiva dei mercati azionari, come quella che si è verificata, una frenata è fisiologica; in secondo luogo, sia fattori legati ai movimenti di mercato, sia fattori legati al ciclo politico e geopolitico possono provocare un po' di instabilità sui mercati stessi, specie quando, come adesso, la volatilità è molto bassa.

SUNDSTROM In assenza di un'apocalisse o di un crollo spontaneo e improvviso dei prezzi degli asset, l'attuale

NORMALIZZAZIONE
La Federal Reserve americana, sopra, ha già iniziato una graduale normalizzazione della politica monetaria, riducendo la dimensione del proprio stato patrimoniale e ritoccando verso l'alto i tassi di interesse. Nella foto a lato, la sede della Bce

scenario caratterizzato da una crescita globale sincronizzata e superiore alla media e da un'inflazione bassa, ma in graduale aumento, dovrebbe persistere anche nel 2018. Il nostro scenario di riferimento prevede una crescita del Pil reale mondiale compresa fra il 3% e il 3,5% nel 2018, in linea con quella del 2017

In che modo i comportamenti delle banche centrali potrebbero influenzare l'andamento dei mercati?

DEFEND Riteniamo che l'attività delle banche centrali sarà ancora una volta determinante. In particolare, la misura e la velocità con cui andranno a rimodulare i propri interventi e in che modo ciò si rifletterà in un aumento dei tassi. È cruciale, sia dal punto di vista dell'azionario sia del reddito fisso, che il tutto avvenga in modo molto graduale, perché i mercati finanziari sono preparati a un aumento graduale e contenuto. Le banche centrali si trovano ad affrontare il dilemma della crescita in ripresa, collegata all'assenza di inflazione, in un contesto in cui il costo del lavoro rimane compresso, nonostante il miglioramento dei dati sull'occupazione. Temi come la produttività, il legame tra occupazione e costo del lavoro, cambiamenti strutturali nella composizione dell'inflazione pongono domande a cui ancora né le banche centrali stesse, né gli economisti hanno dato risposte univoche.

MOSCA La Fed continuerà ad aumentare gradualmente i tassi di politica monetaria e proseguirà con la riduzione del suo bilancio. Nel contempo, la Bce probabilmente terminerà il suo programma di acquisto di titoli sui mercati secondari, riducendo lo stimolo monetario conseguente. I mercati continueranno a essere sostenuti dalla ripresa economica, ma le quotazioni dovranno ora tener conto di un livello più elevato dei tassi di interesse negli Stati Uniti e dell'assenza di un compratore persistente e rilevante sui mercati dei titoli obbligazionari.

TOBAGI Non parlerei solo di comportamenti, ma anche della sfera legata agli annunci da parte delle banche centrali, che ha un impatto molto importante sui mercati. Oggi dobbiamo fare gioco forza un distinguo tra la Fed e la Bce: da una parte, abbiamo la Federal Reserve, che lavora a contatto con un'economia ad uno stadio di maturità molto più avanzato rispetto a quello europeo e con un sistema finanziario ristabilito e, quindi, ha già potuto, a partire dall'ottobre dello scorso anno, cominciare ad attuare i primi passi verso la graduale normalizzazione della politica monetaria, non solo ad annunciarla. Lo ha fatto iniziando a ridurre la dimensione del proprio stato patrimoniale e ritoccando verso l'alto i tassi di interesse. Dall'altra parte, c'è la Bce, che non può ancora permettersi una politica simile: come dichiarato chiaramente da Draghi in più occasioni, nei prossimi mesi i tassi di interesse attuali non verranno toccati, almeno finché il piano di acquisti non sarà concluso. Detto questo, è chiaro che, così come le banche centrali hanno avuto un ruolo decisivo e indispensabile per sostenere l'economia dopo la grande crisi, adesso, in presenza di policy più restrittive, i mercati devono obbligatoriamente prendere atto della situazione e avere qualche cautela in più.

MAGGIORE VOLATILITÀ
Secondo Monica Defend, di Amundi, «la volatilità sarà potenzialmente più elevata e questo porterà a rendimenti aggiustati per il rischio inferiori»

SUNDSTROM Le banche centrali si stanno gradualmente spostando dai livelli di emergenza di easing, e un ampio stimolo fiscale nelle ultime fasi del ciclo economico statunitense potrebbe avere conseguenze indesiderate. La riduzione delle politiche monetarie accomodanti è eccessivamente onerosa per le economie e i mercati finanziari, che si sono ormai assuefatti a tassi a breve contenuti e a premi a termine depressi su tutta la curva dei rendimenti. L'aspettativa di fondo è che la Fed effettui altri tre rialzi dei tassi nel 2018, portando il tasso sui Fed fund nell'intervallo 2%-2,25% entro la fine del 2018. La contestuale contrazione del bilancio procederà automaticamente, a un ritmo destinato ad accelerare con cadenza trimestrale nel corso del 2018. La Bce concluderà verosimilmente gli acquisti di obbligazioni entro la fine dell'anno prossimo, annunciando un primo rialzo dei tassi a breve nel 2019. Ci aspettiamo che la Banca del Giappone punterà a ridurre l'espansione del bilancio nel 2018 e/o a orientare la politica di controllo della curva dei rendimenti verso l'irripidimento di quest'ultima, il che potrebbe contribuire a innalzare i premi a termine globali. Con i mercati abituati e assuefatti a politiche monetarie espansive, questa inversione di rotta da parte delle banche centrali mondiali pone seri rischi per i mercati e le economie, in particolare in questa fase in cui non sappiamo ancora come si muoverà la nuova leadership della Fed, tuttora in evoluzione.

Quali effetti potrebbe avere sul settore azionario un eventuale tapering da parte della Fed?

DEFEND L'effetto sarà influenzato dalle modalità in cui la Fed si dimostrerà meno accomodante. Le azioni hanno valutazioni relative più attraenti rispetto alle obbligazioni. L'argomento cade però nel momento in cui i tassi cominciano ad avere rendimenti più elevati e competitivi, perché le valutazioni sull'azionario nel complesso sono già molto tirate. È per questo che risulterebbe di fondamentale importanza una normalizzazione graduale della politica monetaria. Un rialzo dei tassi graduale e contenuto, peraltro, potrebbe avere un effetto positivo su alcuni settori/stili sensibili a questa variabile (finanziari ad esempio).

MOSCA La Fed sta attuando una politica di progressiva normalizzazione dei tassi e del proprio bilancio. Il messaggio che i banchieri centrali veicolano con costanza ai mercati è che questo processo sarà molto graduale. Il messaggio è comunicato con molta chiarezza per far sì che la ripresa si consolidi e che venga minimizzato il rischio di aumenti di volatilità nei mercati finanziari, che possono avere impatti negativi su investimenti e consumi. Noi riteniamo che gli attuali corsi azionari già scontino questi ordinati aumenti dei tassi e la progressiva riduzione del bilancio della Fed, e quindi i mercati dovrebbero essere guidati dall'effettiva dinamica degli utili. Se lo scenario dovesse cambiare e la Fed dovesse anticipare i suoi interventi al rialzo sui tassi, allora tutti i mercati, non solo quello azionario, diventerebbero più vulnerabili a un aumento della volatilità e a una correzione delle quotazioni, che dovranno riflettere un più elevato tasso di sconto per i flussi di cassa futuri e una più elevata incertezza riguardo le prospettive di crescita economica.

TOBAGI Il contributo che la Fed e la Bce hanno dato negli ultimi anni, con i loro interventi, alla crescita dei mercati azionari è stato di tipo indiretto. Ciò nonostante, dobbiamo tener conto che i potenziali cambiamenti di rotta, o l'annuncio di potenziali cambiamenti di rotta, inciderà certamente sulla volatilità dei mercati finanziari.

SUNDSTROM Riteniamo che il tapering dovrebbe incoraggiare una curva dei rendimenti più ripida, soprattutto con il deficit statunitense che si sta dimostrando maggiore del previsto. Questo può essere positivo per le azioni finanziarie, finché il back up nei rendimenti rimarrà ragionevole e in linea con il concetto di «nuova neutralità» di Pimco, che prevede tassi più elevati, ma inferiori rispetto ai cicli precedenti.

Come potrebbe essere influenzato il settore obbligazionario da un eventuale rialzo dei tassi di interesse?

DEFEND Anche in questo caso dipende dalla velocità e dall'ampiezza del rialzo. Nel nostro scenario base l'aumento sarà graduale e contenuto, in modo tale da evitare contraccolpi negativi sulle attività finanziarie. Rispetto al passato, il livello irrisorio delle cedole che i titoli pagano non è di aiuto e questo va considerato nel caso il mercato obbligazionario dovesse correggere in modo brutale: l'assenza di carry è un problema.

MOSCA In Europa non riteniamo plausibile un rialzo dei tassi prima dell'anno prossimo, quindi il tema è un affare che riguarda gli Stati Uniti, dove il mercato obbligazionario sta già scontando una risalita dei tassi di interesse nel futuro (anche se i tassi impliciti nella curva dei rendimenti sono ancora al di sotto delle previsioni che la Fed rende pubbliche). Un aumento dei tassi più repentino potrebbe avere effetti negativi diffusi: i rendimenti potrebbero salire sia per i titoli governativi sia per i titoli corporate. Questi ultimi trattano al momento a un livello di spread piuttosto compresso su base storica, riflettendo lo stato benigno dell'economia.

GIOCO IN ANTICIPO
Federico Mosca, di Arca, ritiene «che gli attuali corsi azionari già scontino gli aumenti dei tassi e la progressiva riduzione del bilancio della Fed»

TOBAGI Una premessa: le banche centrali incidono direttamente sui tassi di politica monetaria, mentre poi quelli che muovono i mercati sono anche e soprattutto i tassi a scadenze più lunghe, sui quali possono agire sia le banche centrali sia le forze di mercato. Detto questo, farei due considerazioni: da una parte, i rialzi dei tassi, sia di politica monetaria sia di mercato, in questa fase sono, potremmo dire, benigni, ovvero legati al fatto che il ciclo economico sta andando bene e che l'evoluzione dell'inflazione si sta muovendo su binari favorevoli. Dall'altra parte, è innegabile che, per il settore obbligazionario, il rialzo dei rendimenti sia in ogni caso un elemento negativo ed è altrettanto innegabile che, negli ultimi anni, i mercati obbligazionari hanno avuto rendimenti mai visti in precedenza, anche in funzione dei piani d'acquisto di proporzioni ciclopiche che le banche centrali hanno realizzato. Quindi, i mercati obbligazionari stessi hanno davanti a loro una grande sfida: quella di riuscire ad affrontare la situazione di maggiore

volatilità che, inevitabilmente, si sta creando, gestendo al meglio il portafoglio.

SUNDSTROM Riteniamo che sia importante possedere titoli di Stato di alta qualità, soprattutto con l'avanzare del ciclo economico. Se l'economia dovesse scivolare inaspettatamente in una recessione, è probabile che i Treasuries siano l'asset più performante e l'unico con rendimenti positivi. Tuttavia, riteniamo che la correlazione azione-obbligazione potrebbe non mostrare i comportamenti attesi se uno dei seguenti due scenari dovesse manifestarsi: aumento dell'inflazione o aumento della volatilità del mercato obbligazionario. Una maggiore volatilità, un'inflazione più elevata e una correlazione azione-obbligazione instabile sono rischi correlati che riteniamo abbiano una maggiore probabilità di manifestarsi nel 2018.

Un'eventuale stretta monetaria delle banche centrali potrebbe innescare un aumento della volatilità?

DEFEND La normalizzazione della politica monetaria comporterà una riduzione graduale della liquidità. È normale, ma un aumento della volatilità ne sarà una diretta conseguenza. E proprio per questo che ci attendiamo rendimenti aggiustati per il rischio inferiori rispetto al passato. Liquidità e condizioni finanziarie sono nella lista delle variabili da monitorare in modo attento. Ma siamo altrettanto certi che la cautela delle banche centrali è diretta a contenere i rischi di stabilità finanziaria che ne potrebbero conseguire.

MOSCA Un rialzo dei tassi più repentino di quanto atteso potrebbe sicuramente innescare un aumento della volatilità, ma i banchieri centrali saranno molto attenti nella loro comunicazione con i mercati, allo scopo di preservare il clima benevolo, che è funzionale alla stabilità della ripresa. Improvvisi aumenti della volatilità, però, sono comuni nei mercati finanziari, indipendentemente dall'efficacia della comunicazione dei banchieri centrali. E infatti abbiamo sperimentato di recente un aumento della volatilità che aveva precedenti simili solo nell'agosto 2015, mese in cui la Cina svalutò la propria valuta in maniera del tutto inattesa. La spiegazione di questi episodi è molto spesso da ricondurre a fattori psicologici e tecnici, come il posizionamento degli operatori nei diversi mercati. D'altro canto, infine, i dati macroeconomici potrebbero sorprendere e determinare un repentino cambio delle aspettative, in grado di riflettersi sui mercati con episodi di repentino aumento della volatilità.

TOBAGI Dobbiamo tenere a mente che la volatilità dipende, in parte, dalle aspettative sui mercati e, soprattutto, dai comportamenti degli investitori. Credo, a questo proposito, che gli investitori siano preparati alla stretta monetaria da parte delle banche centrali, che comunque sarà una normalizzazione graduale e questo aspetto, teoricamente, dovrebbe portare un impatto contenuto sull'aumento della volatilità.

MATERIE PRIME
Geraldine Sundstrom, di Pimco, crede «che le materie prime possano avere un ruolo nei portafogli degli investitori nel 2018 e oltre»

SUNDSTROM La Fed probabilmente nel 2018 acquisterà 200 miliardi di dollari in meno di titoli del Tesoro e Mbs rispetto al 2017; secondo le nostre stime il Tesoro dovrà emettere circa 400 miliardi di dollari in più di debito per finanziare il deficit e normalizzare la liquidità operativa dopo la risoluzione del tetto del debito. Nel frattempo, i dati indicano che i governi stranieri acquistano meno Treasuries rispetto al passato. Questa confluenza di eventi potrebbe potenzialmente portare a una maggiore volatilità. Inoltre, la Bce dovrebbe concludere il suo programma di quantitative easing nel 2018 e la BoJ potrebbe aumentare il suo obiettivo rendimento per i titoli di Stato giapponesi.

In che modo gli investitori potrebbero/dovrebbero proteggersi rispetto a un'eventuale reazione negativa innescata da un rialzo dei tassi?

DEFEND Gli investitori dovrebbero focalizzarsi sulla costruzione dei propri portafogli, andando a preferire a posizionamenti direzionali scelte di tipo relativo (panieri di valute, scelte tra paesi…) per mitigare l'esposizione complessiva al rischio. La gestione dovrà essere molto flessibile sull'intero spettro delle attività disponibili e nella rotazione dei temi di investimento scelti, sia sul lato obbligazionario sia azionario. In particolare, nei portafogli bilanciati, oltre a una diversificazione puntuale, è opportuno integrare una componente strutturale a copertura dei rischi. Mi riferisco a classi di attività come i tipici beni rifugio, ad esempio l'oro, o ancora meglio le valute (ad esempio lo yen o il dollaro australiano) oppure, ove possibile, strutture di opzioni.

MOSCA Quando si pianificano gli investimenti, il principio chiave da rispettare è la diversificazione di portafoglio. Un investimento in una sola

asset class può dare soddisfazioni o delusioni molto forti. Il nostro consiglio, dunque, è sempre quello di diversificare al meglio i propri investimenti, in maniera da ridurre la vulnerabilità dei propri risultati a specifici fattori di rischio, come può essere in questo caso un aumento dei tassi di interesse. Su questo tema noi italiani siamo storicamente affezionati ai titoli di Stato e meno propensi a diversificare in altre asset class, dato il buon rendimento passato dei Btp. Ma il passato non potrà ripetersi per sempre e dovremo aumentare il nostro livello di cultura finanziaria.

TOBAGI C'è un elemento importante che occorre tenere a mente: dal 2010 a oggi, le correlazioni tra asset class, in generale, sono aumentate molto. Questo significa che gli investitori possono avere portafogli di asset class costruiti in maniera molto diversificata, ma che si muovono in modo molto più simile rispetto al passato. Crediamo che sia molto importante monitorare costantemente tale aspetto, in modo da costruire portafogli maggiormente decorrelati e diversificati in maniera efficace. Un discorso che vale sia per la componente azionaria, sia per quella obbligazionaria.

SUNDSTROM Crediamo che le materie prime possano avere un ruolo nei portafogli degli investitori nel 2018 e oltre. A differenza delle azioni, queste ultime sono più radicate nel presente e tendono a sovraperformare quando i vincoli di capacità si stanno sviluppando, piuttosto che anticipatamente. In secondo luogo, una serie di studi dimostrano che il roll yield sui contratti futuri può essere il migliore fattore predittivo dei rendimenti delle materie prime, a lungo termine. Riteniamo inoltre che le Mlp (master limited partnership) rappresentino una delle opportunità più interessanti per gli investitori orientati al valore, che ricercano attività a rendimento più

PORTAFOGLI DIVERSIFICATI
Secondo Luca Tobagi, di Invesco, è fondamentale «costruire portafogli maggiormente decorrelati e diversificati in maniera efficace»

elevato con il potenziale di offrire performance interessanti durante periodi di tassi in aumento e inflazione più elevata. Infine, suggeriamo di investire selettivamente in asset privati. Un settore su cui ci muoviamo cautamente è il prestito middle-market e corporate, in particolare nelle transazioni di private equity sponsor-driven; tendiamo a preferire situazioni off-the-run o finanziamenti molto grandi.

Quali potrebbero essere le asset class da privilegiare nel 2018?

DEFEND Nell'attuale contesto, strategie di copertura, rotazione di temi e posizioni di valore relativo devono essere il necessario complemento. Rotazione e flessibilità renderanno le allocazioni molto più dinamiche per cui, con un attento controllo del budget di rischio, ci siamo progressivamente spostati dall'Hy all'azionario. Stiamo cavalcando quella che può essere l'ultima onda per le attività rischiose (azionario europeo, giapponese, credito Ig verso governativi). Crediamo che l'asincronia delle banche centrali apra opportunità su posizionamenti relativi di curva e sulle valute. Il differenziale tra aspettative di inflazione e prezzo sul mercato lascia opportunità su break even e linker. Nei paesi emergenti c'è una buona scelta di opportunità di qualità. Insomma, pensiamo che la strategia vincente sia saper combinare le classi di attività e gestirle in modo attivo, dinamico e flessibile.

MOSCA Il 2018 dovrebbe essere un anno di crescita solida e di lento recupero dell'inflazione. I tassi d'interesse dovrebbero salire gradualmente e gli spread dei titoli con rischio di credito dovrebbero rimanere compressi. Le quotazioni azionarie hanno ancora margine per crescere, considerata la robusta dinamica di incremento degli utili, che continuerà a beneficiare della prevista fase di espansione globale.

TOBAGI Una ragionevole composizione di portafoglio orientata a medio e a lungo termine non può non prendere in considerazione asset class che sono esposte direttamente alla crescita o che beneficiano indirettamente della crescita attraverso i miglioramenti da essa prodotti sulla qualità del credito. Ovvero asset class che consentono di diversificare il portafoglio stesso in modo da assorbire il potenziale impatto negativo del rialzo dei tassi d'interesse e garantire un cuscinetto di rendimento periodico, in grado di incidere positivamente sul rendimento complessivo.

SUNDSTROM Intendiamo adottare un posizionamento prudente, con fonti diversificate di reddito in tutti i portafogli, evitando di fare eccessivo affidamento su un singolo settore o beta e, soprattutto, mantenendo la flessibilità. Dal nostro punto di vista, i Tips statunitensi (treasury inflation-protected securities) offrono valutazioni interessanti e ottime proprietà di diversificazione rispetto al credito societario, cui si aggiunge un'utile funzione di copertura laddove dovessero concretizzarsi i rischi di aumento dell'inflazione connessi all'espansione fiscale di fine ciclo negli Stati Uniti. ■