



# Portafogli strategici 2019



# Indice

04	<b>Introduzione</b>
06	<b>Asset Allocation Strategica (AAS) 2019</b>
07	<b>Valutazione dei rendimenti attesi</b>
10	<b>Il processo di asset allocation strategica</b>
23	<b>Rischio e volatilità</b>
26	<b>Dai rendimenti attesi ai portafogli</b>
30	<b>Conclusione</b>
32	<b>Glossario e bibliografia</b>

Dopo un 2018 particolarmente rumoroso, il momento di elaborazione e condivisione della nostra asset allocation strategica rappresenta una buona occasione per distogliere l'attenzione dalla volatilità di breve termine e focalizzarsi sui potenziali di rendimento a orizzonte più lungo.

In questo report scenderemo nel dettaglio di tutte le asset class, ma vale la pena anticipare alcuni punti salienti.

Primo, le valutazioni azionarie sono migliorate: i rendimenti attesi sui mercati sviluppati sono i migliori degli ultimi cinque anni.

Secondo, le prospettive per il debito governativo sono cresciute in modo marginale: i rendimenti attesi dei titoli di stato dei paesi sviluppati sono i migliori dal 2013. Infine il panorama del credito societario sembra meno attraente rispetto allo scorso anno, particolarmente per quanto riguarda il segmento high yield.

La combinazione tra buona profittabilità e valutazioni basse è chiaramente espressa in alcune asset class, nello specifico l'azionario (soprattutto quello americano). Questo vuol dire che il prezzo attuale degli asset azionari potrebbe aprire una finestra di opportunità interessanti per gli investitori che avessero obiettivi di medio-lungo termine.

Sui mercati non esistono garanzie e la strada che porterà i listini a raggiungere i rendimenti che aspettiamo non ha le sembianze rassicuranti di una linea retta che sale verso l'alto: controllare il rischio e la volatilità nel breve è più importante che mai. Ma tutto sommato il 2019 si presenta come un anno interessante perché prevediamo che diversi fattori di incertezza troveranno una soluzione, in un senso o nell'altro.

L'equilibrio di mercato resta indiscutibilmente delicato. Per gli investitori, soprattutto per coloro che hanno un orizzonte di medio-lungo termine, vediamo tuttavia aprirsi una finestra di opportunità.

**Richard Flax**

Chief Investment Officer



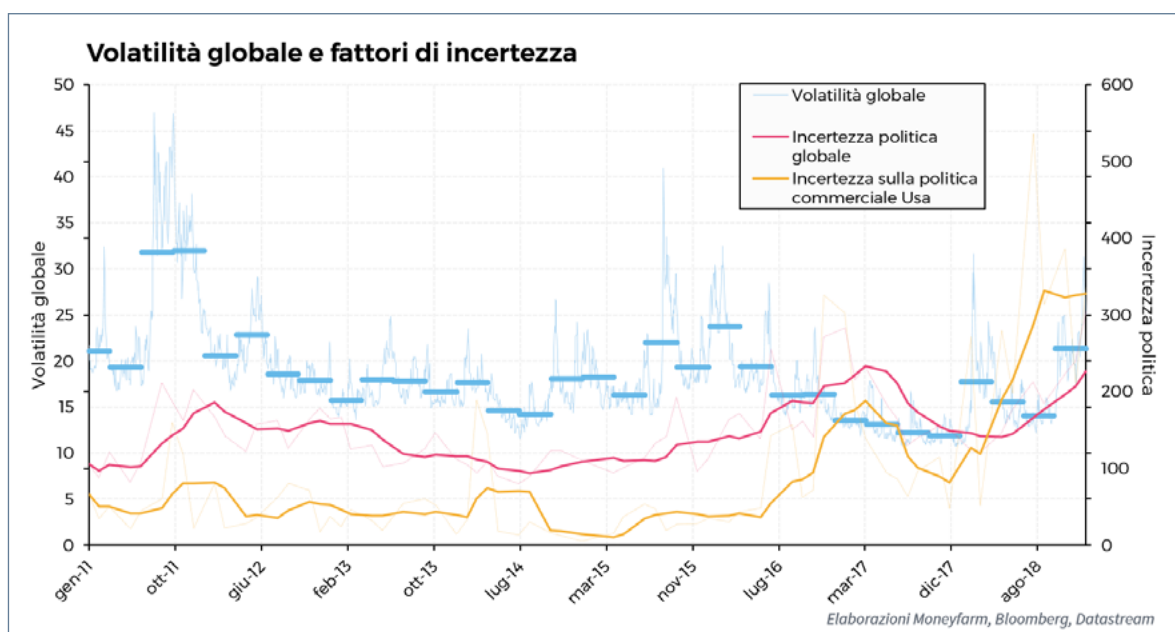
# Asset Allocation Strategica (AAS) 2019



# Valutazione dei rendimenti attesi

Il primo passo del processo di Aas è la valutazione del contesto economico e dei rendimenti attesi per ogni asset class. Il 2018 è stato un anno di transizione per quanto riguarda il ciclo politico ed economico. **Le tensioni politiche e commerciali, nel contesto di una dinamica produttiva che sta perdendo trazione, hanno condizionato negativamente i listini azionari (come si può apprezzare dal grafico).**

Ma la debolezza dell'azionario racconta solo metà della storia. Nel corso degli ultimi dodici mesi il numero di asset class in negativo è superiore addirittura a quello del 2008. Al 20 dicembre i rendimenti in dollari del 93% delle asset class considerate erano in rosso. Certo, il rafforzamento del biglietto verde del 4% ha contribuito a sostenere le performance, tuttavia se guardiamo al dettaglio delle varie asset class solo i profili più sicuri dell'obbligazionario governativo (Usa, Uk ed Eurozona centrale) hanno generato in media delle performance positive, seppur risicate.



2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MSCI EM	USD Sovereign	MSCI EM	Gold	Gold	EUR HY	MSCI Japan	S&P500	MSCI Japan	Russel 2000	MSCI EM	EUR Sovereign
Gold	EUR Sovereign	EUR HY	Russel 2000	USD Sovereign	MSCI Japan	Russel 2000	EUR Sovereign	MSCI Europe	USD HY	S&P500	USD Sovereign
Commodities	Gold	USD HY	MSCI EM	USD IG	MSCI EM	S&P500	MSCI Japan	EUR Sovereign	Commodities	MSCI Japan	EUR IG
EM Debt LC	EUR Linkers	MSCI Europe	Commodities	EM Debt HC	MSCI Europe	MSCI Europe	EUR IG	S&P500	S&P500	EM Debt LC	EUR Linkers
USD Sovereign	EUR IG	Commodities	USD HY	USD HY	EM Debt HC	EUR HY	USD IG	USD Sovereign	MSCI EM	Russel 2000	Gold
EM Debt HC	EM Debt LC	Russel 2000	S&P500	EUR Sovereign	Russel 2000	USD HY	MSCI Europe	EUR Linkers	EUR HY	Gold	USD IG
S&P500	USD IG	S&P500	EUR HY	S&P500	S&P500	EUR IG	USD Sovereign	EUR HY	Gold	EM Debt HC	USD HY
USD IG	EM Debt HC	EM Debt LC	EM Debt LC	EUR IG	EM Debt LC	EUR Sovereign	EUR HY	EUR IG	EM Debt HC	MSCI Europe	EM Debt LC
MSCI Europe	USD HY	Gold	MSCI Europe	EUR Linkers	USD HY	USD IG	EUR Linkers	USD IG	EM Debt LC	Commodities	EUR HY
USD HY	Commodities	USD IG	USD IG	EUR HY	EUR IG	MSCI EM	EM Debt HC	EM Debt HC	USD IG	USD HY	S&P500
EUR Linkers	Russel 2000	EM Debt LC	EM Debt HC	EM Debt LC	EUR Sovereign	EM Debt HC	Russel 2000	Russel 2000	EUR IG	EUR HY	EM Debt HC
EUR Sovereign	EUR HY	EUR IG	USD Sovereign	Russel 2000	EUR Linkers	USD Sovereign	USD HY	USD HY	EUR Linkers	USD IG	MSCI Europe
EUR IG	S&P500	MSCI Japan	EUR IG	Commodities	USD IG	EUR Linkers	Gold	Gold	EUR Sovereign	USD Sovereign	Commodities
Russel 2000	MSCI Japan	EUR Linkers	EUR Sovereign	MSCI Europe	Gold	EM Debt LC	MSCI EM	EM Debt LC	MSCI Europe	EUR IG	Russel 2000
EUR HY	MSCI Europe	EUR Sovereign	EUR Linkers	MSCI EM	Commodities	Commodities	EM Debt LC	MSCI EM	USD Sovereign	EUR Linkers	MSCI EM
MSCI Japan	MSCI EM	USD Sovereign	MSCI Japan	MSCI Japan	USD Sovereign	Gold	Commodities	Commodities	MSCI Japan	EUR Sovereign	MSCI Japan

S&P500: Azionario Usa; Russel 2000: Azionario Usa a piccola capitalizzazione; MSCI Europe: Azionario europeo; MSCI Japan: Azionario Giappone; MSCI EM: Azionario Paesi Emergenti; EM Debt HC: Debito governativo Paesi Emergenti in Dollari; EM Debt LC: Debito governativo Paesi Emergenti in valuta locale; USD HY: Debito Societario Usa High Yield; EUR HY: Debito Societario Euro High Yield; USD IG: Debito Societario Usa Investment Grade; EUR IG: Debito Societario Euro Investment Grade; EUR Linkers: Debito governativo Eurozona indicizzato all'inflazione; EUR Sovereign: Debito governativo Eurozona; USD Sovereign: Debito governativo Usa; Commodities: Materie prime globali; Gold: Oro.

Il fatto che molte asset class abbiano girato la boa in negativo non significa, però, che siano saltate le correlazioni. Nei maggiori momenti di stress sull'azionario, **l'obbligazionario è comunque riuscito a offrire uno spunto di diversificazione, contribuendo a diminuire le perdite.**

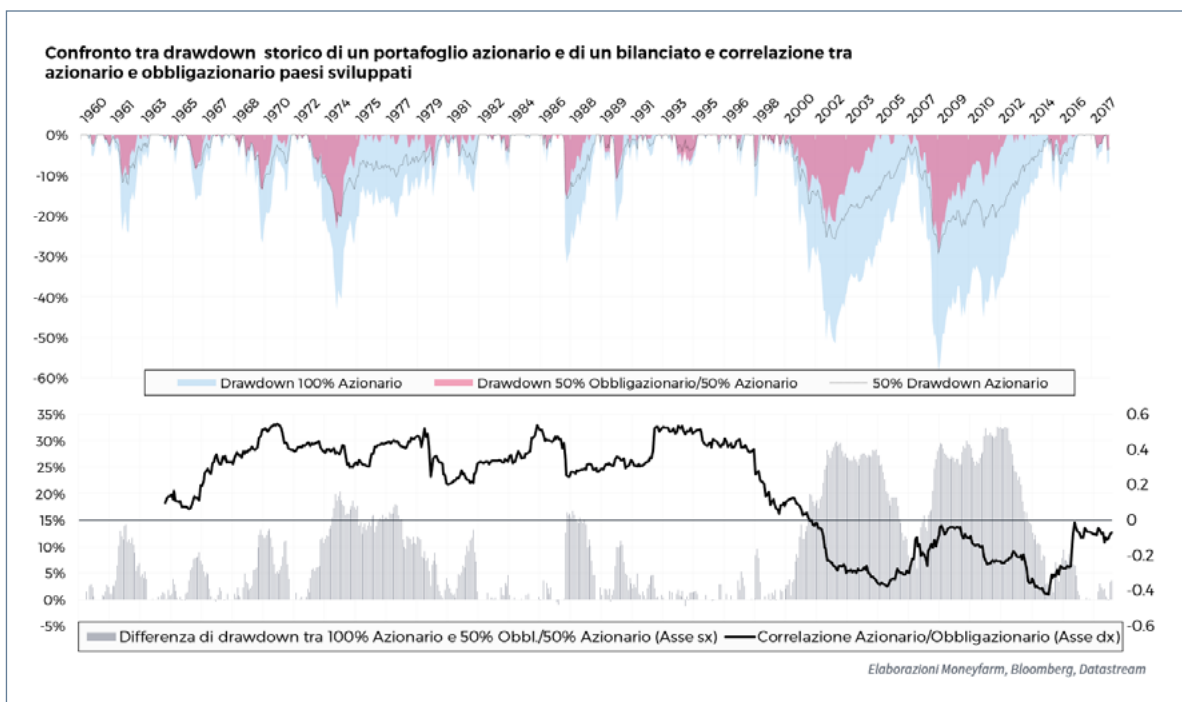
Quando si parla di diversificazione, in finanza, si fa generalmente riferimento al concetto di correlazione. La correlazione è una misura su scala (da -1 a 1) che esprime la relazione tra due asset class, ossia permette di capire se esse si muovono mediamente nella stessa direzione. Se la correlazione tra due asset class è perfettamente negativa (-1) vuol dire che esse si muoveranno sempre in senso opposto (al crescere del valore di una, corrisponde un rendimento negativo dell'altra); al contrario, se la correlazione tra due asset class è perfettamente positiva (1), esse si muoveranno sempre con movimenti di medesimo segno. A parità di altre condizioni, un portafoglio che include due asset class con correlazione negativa, in teoria, riesce a raggiungere un profilo volatilità/rendimento (*Sharpe ratio*) migliore.

**È opinione comune che obbligazionario e azionario siano in questo momento correlati negativamente.** Se guardiamo alla storia, fino alla fine degli anni Novanta la correlazione è stata positiva. Con l'inizio del nuovo millennio, tassi d'interesse perennemente in calo hanno permesso al mondo obbligazionario di generare rendimenti costantemente positivi, mentre l'azionario è passato attraverso due crisi molto marcate (2001-2008) e da qui l'inversione della correlazione.



Nel tenere bassi i tassi d'interesse sono stati fondamentali due fattori:

- Il cambiamento del paradigma politico ed economico globale, che ha contenuto l'inflazione e di conseguenza il costo/opportunità di prestare denaro nel lungo periodo (con una previsione di inflazione minore, il denaro può essere prestato a un tasso di interesse più basso perché esiste meno rischio che esso si svaluti).
- La politica monetaria, che ha abbassato il livello dei tassi d'interesse di breve periodo.



È nostra convinzione che **nei prossimi anni**, con tassi d'interesse più elevati e un'inflazione a livelli leggermente più alti di quelli attuali, **ci troveremo di fronte a un regime di correlazione positiva tra obbligazioni e azioni.**

Tuttavia, guardando alla storia, bisogna sottolineare come la correlazione non esaurisca il concetto di diversificazione. Nel corso dei decenni l'obbligazionario, nonostante una correlazione costantemente positiva, ha offerto comunque ottimi spunti per smussare le perdite dell'azionario, consentendo nella maggior parte dei casi un recupero più veloce delle perdite. Questa dinamica è possibile perché nel breve termine i flussi di capitale tra le due asset class tendono a far divergere i prezzi soprattutto nei momenti di stress.

# Il processo di asset allocation strategica

All'inizio di ogni anno solare il Comitato Investimenti di Moneyfarm elabora una visione specifica su tutte le principali asset class che è alla base della creazione dei portafogli di investimento. Il processo, che prende il nome di asset allocation strategica, serve a elaborare e affinare la visione di mercato per prendere le decisioni nell'interesse degli investitori.

Si parte dall'analisi dei dati. Bisogna quantificare i processi macroeconomici in atto, valutare i prezzi dei vari asset e intraprendere tutte le attività di monitoraggio che restituiscono il senso di quello che sta succedendo nei mercati. In generale per ogni famiglia di strumenti si procede nella definizione dei rendimenti, della volatilità attesa e delle correlazioni.

Partendo da questi input le asset class (l'azionario, le obbligazioni, le materie prime) vanno combinate in una serie di allocazioni che rispettino i vari rapporti rischio/rendimento corrispondenti ai mandati di gestione: queste sono le allocazioni strategiche, essenziali per definire il profilo dei portafogli Moneyfarm nel medio-lungo termine. L'allocazione può tuttavia divergere in virtù di considerazioni tattiche legate alla congiuntura.

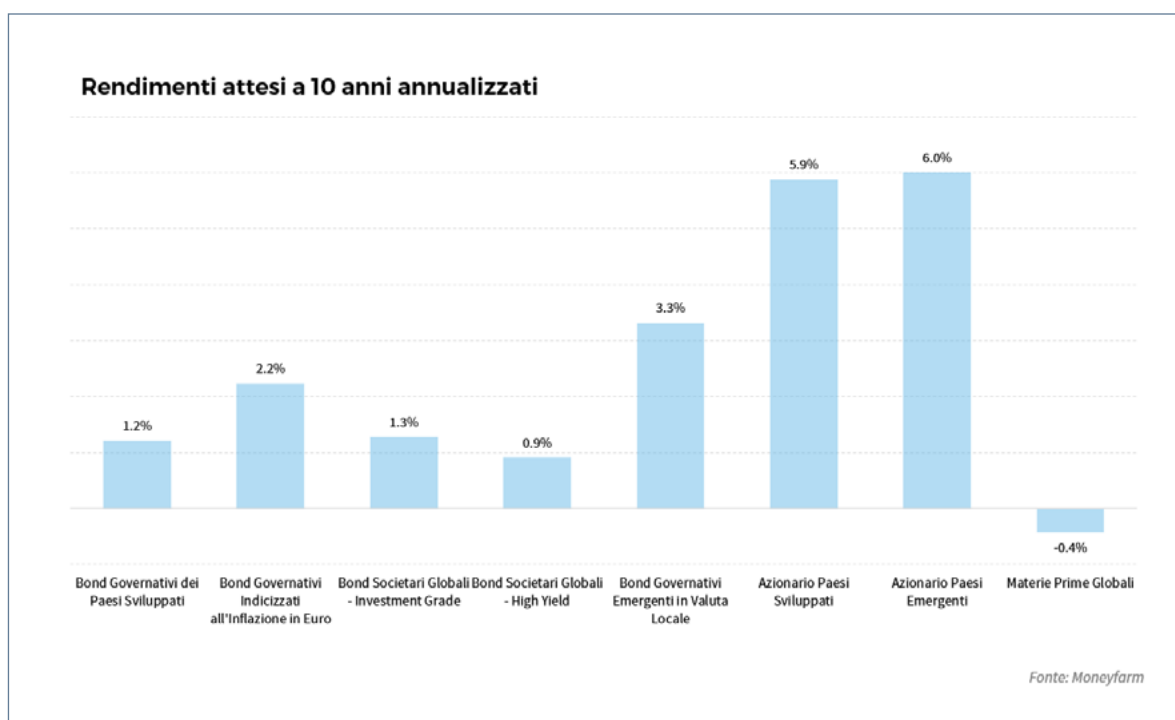
Infine c'è la selezione degli strumenti, il cui pilastro fondamentale è il controllo dei costi. Sui mercati finanziari, purtroppo, le variabili sotto il nostro controllo diretto sono poche e il controllo del costo della gestione è una di queste. Crediamo che l'efficienza sia fondamentale, soprattutto in un'ottica di lungo periodo. Si pensi che pagare l'1% all'anno del valore investito può determinare in vent'anni una perdita superiore al 30%.

Le scelte effettuate dal team di gestione sono frutto di un dibattito. Il processo decisionale è dialettico e coinvolge tutti i membri del Comitato Investimenti con le loro competenze. La dialettica non è solo un metodo, ma è uno strumento ci aiuta a riconoscere la differenza tra le idee, allena all'ascolto di punti di vista differenti e affina le valutazioni sui mercati finanziari.

In definitiva la metodologia Moneyfarm consiste in un processo quantitativo e qualitativo. Moneyfarm offre una strategia olistica e multi-asset che richiede un processo sofisticato, che si compone di varie fasi e che si avvale di esperienze diverse.

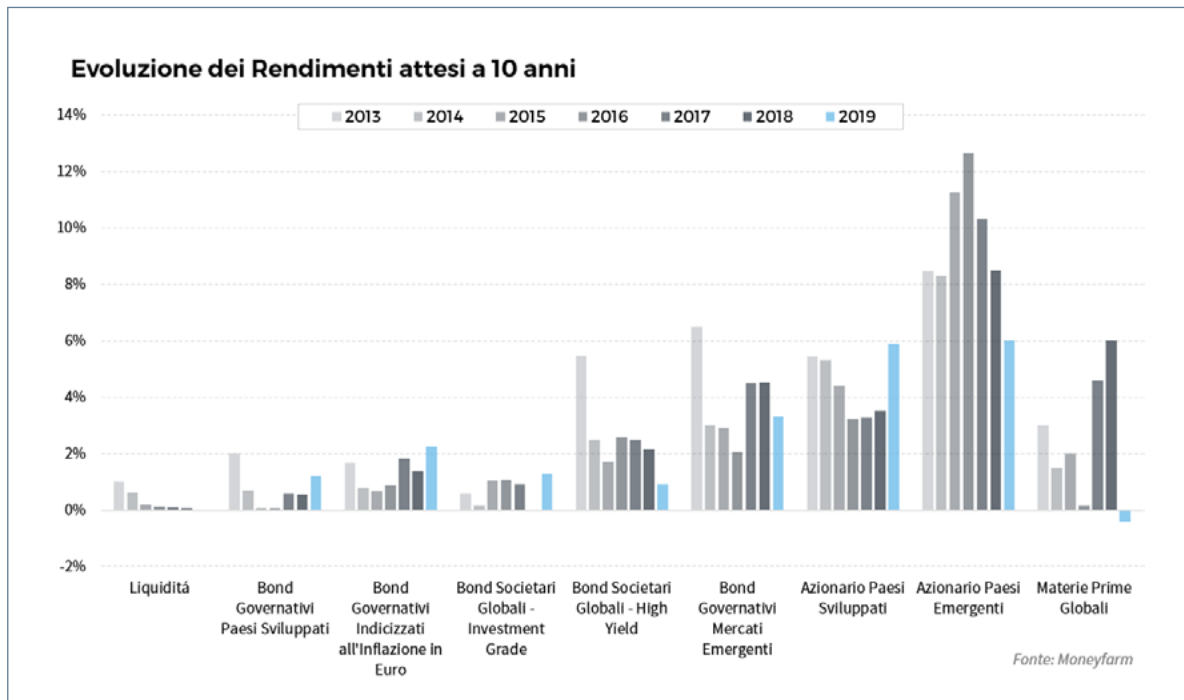
## I rendimenti attesi tornano a crescere

Il grafico sotto riportato mostra i rendimenti attesi (nominali e attualizzati) per i prossimi dieci anni.



I rendimenti attesi rappresentano la stima di ritorno che il Centro Studi Moneyfarm elabora per ciascuna asset class. Non si tratta di un valore certo, bensì di una stima del rendimento a cui le asset class dovrebbero tendere nei successivi dieci anni. Ogni anno, il rendimento potrebbe variare dalla stima effettuata (anche per questo, l'allocazione effettiva può differire dalla strategica), ma in un arco temporale abbastanza lungo le oscillazioni si compensano, facendo tendere i rendimenti annuali verso i valori attesi, con un ragionevole margine di errore.

Nel processo di Aas 2019 i rendimenti attesi sono stimati tramite dei modelli quantitativi che combinano le previsioni sulle principali grandezze economiche (come per esempio l'inflazione e il Pil reale), le valutazioni di partenza e i fondamentali societari. Uno degli assunti di base è che queste misure tendano a raggiungere nel tempo le loro medie storiche di lungo periodo.



Nella Aas 2019 assistiamo a un **drastico miglioramento delle prospettive per l'azionario sviluppato**, mentre per i mercati emergenti vi è un peggioramento. La dinamica dei rendimenti riflette nuovi rischi legati ai paesi emergenti (prevalentemente legati alla Cina e alle tensioni commerciali) e valutazioni azionarie nei paesi sviluppati per la prima volta a sconto in cinque anni. L'**obbligazionario governativo** è stata l'unica asset class in positivo nel 2018 in Usa e nell'Eurozona. Tuttavia **le valutazioni non sono migliorate di molto** e questo si riflette sui rendimenti per i prossimi anni.

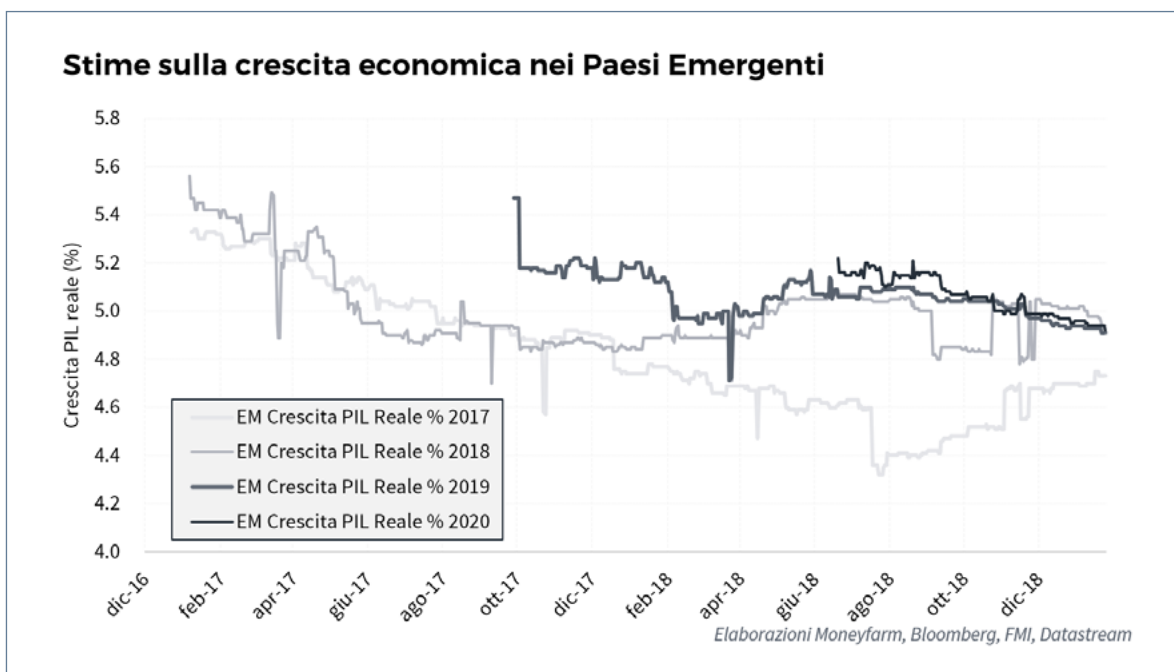
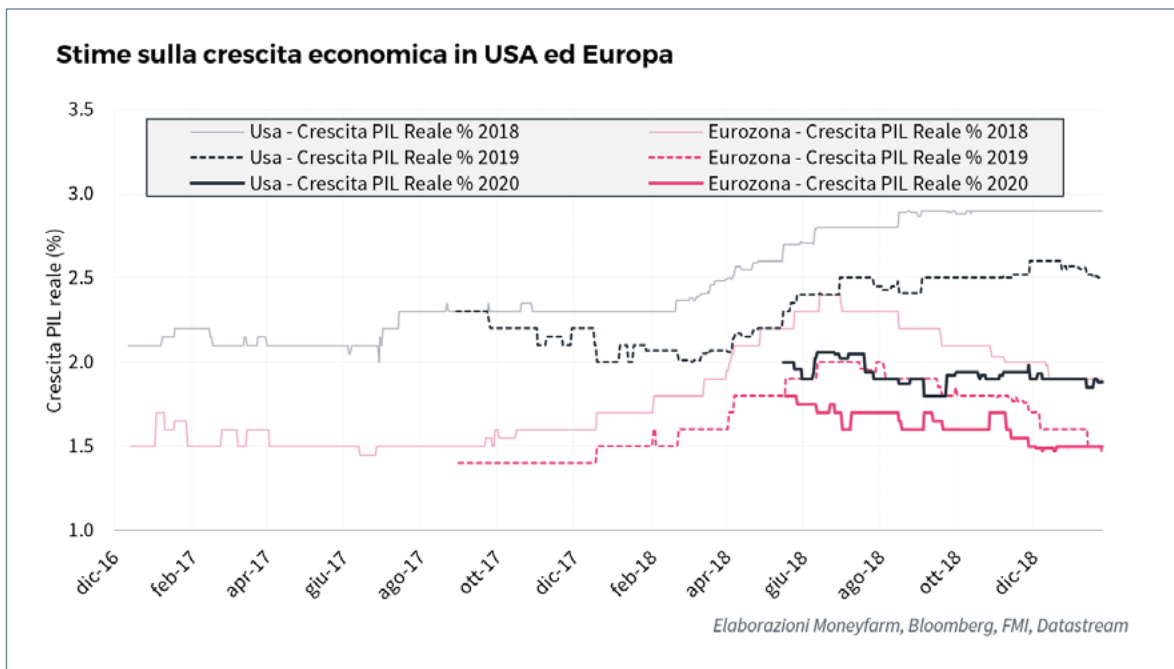
Coerentemente con il proprio profilo di rischio, resta quindi importante mantenere un'esposizione bilanciata, anche includendo una porzione di azionario. Questo resta l'unico modo per trovare prospettive di rendimento. Nei prossimi paragrafi verranno espone le nostre valutazioni specifiche sul contesto economico e sulle singole asset class.

## Il contesto economico

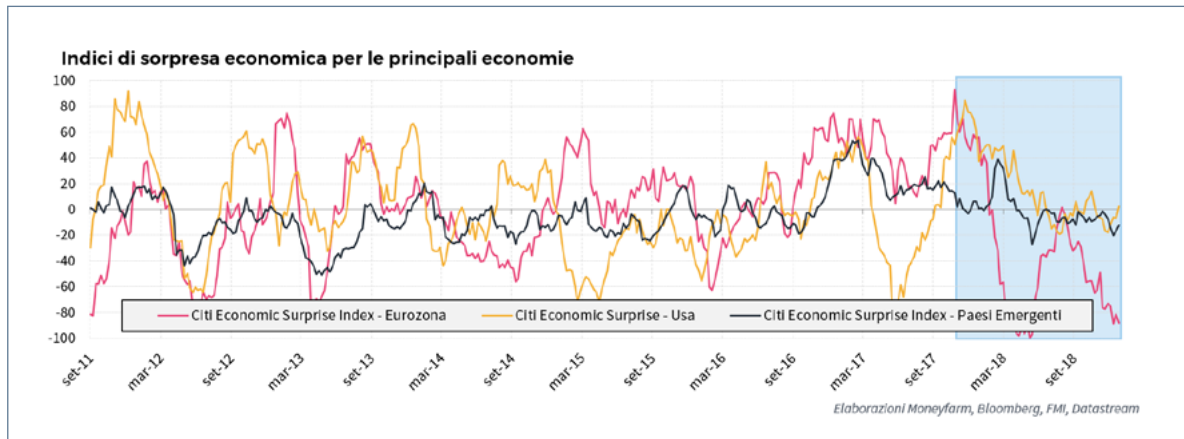
Alle soglie di quello che sarebbe il decimo anno consecutivo di espansione dell'economia mondiale, **è arrivato il momento di chiedersi se ci sia una recessione alle porte.**

La risposta immediata è sicuramente che **la crescita economica sta rallentando.** Il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) ha tagliato le stime di crescita che restano comunque positive (3,6% nel 2019). La revisione più netta arriva in Europa, dove le stime crollano soprattutto in Germania

e in Italia. L’Fmi ha anche espresso preoccupazione riguardo le dispute commerciali e il loro potenziale impatto sulla crescita e sulla fiducia.



Anche la sorpresa economica (la differenza tra dato realizzato e consensus degli analisti) misurata attraverso il Citi Economic Surprise Index è andata scemando negli ultimi mesi.



**Cosa vuol dire questo per le nostre valutazioni?** Gli effetti sui mercati finanziari possono essere vari. Probabilmente **gli utili delle aziende scenderanno, così come le valutazioni azionarie. Le aspettative di inflazione saranno riviste verso il basso.** Infine la politica monetaria: una progressione della crescita più lenta e un maggior livello di inflazione si riflettono in genere in **tassi di interesse più bassi del livello attuale.** Nel 2017 e nel 2018, con l'economia che galoppava, i mercati avevano aspettative sul rialzo dei tassi della Fed piuttosto alte e si aspettavano un'uscita dagli stimoli monetari più repentina per l'Eurozona: queste aspettative sono ora in un certo senso cambiate. Lo scenario politico crea incertezza nell'economia reale (Brexit, le elezioni europee, le tensioni commerciali e la chiusura del governo federale che probabilmente avrà qualche effetto concreto almeno nel primo trimestre) e **la politica monetaria nel 2019 potrebbe diventare più cauta.**

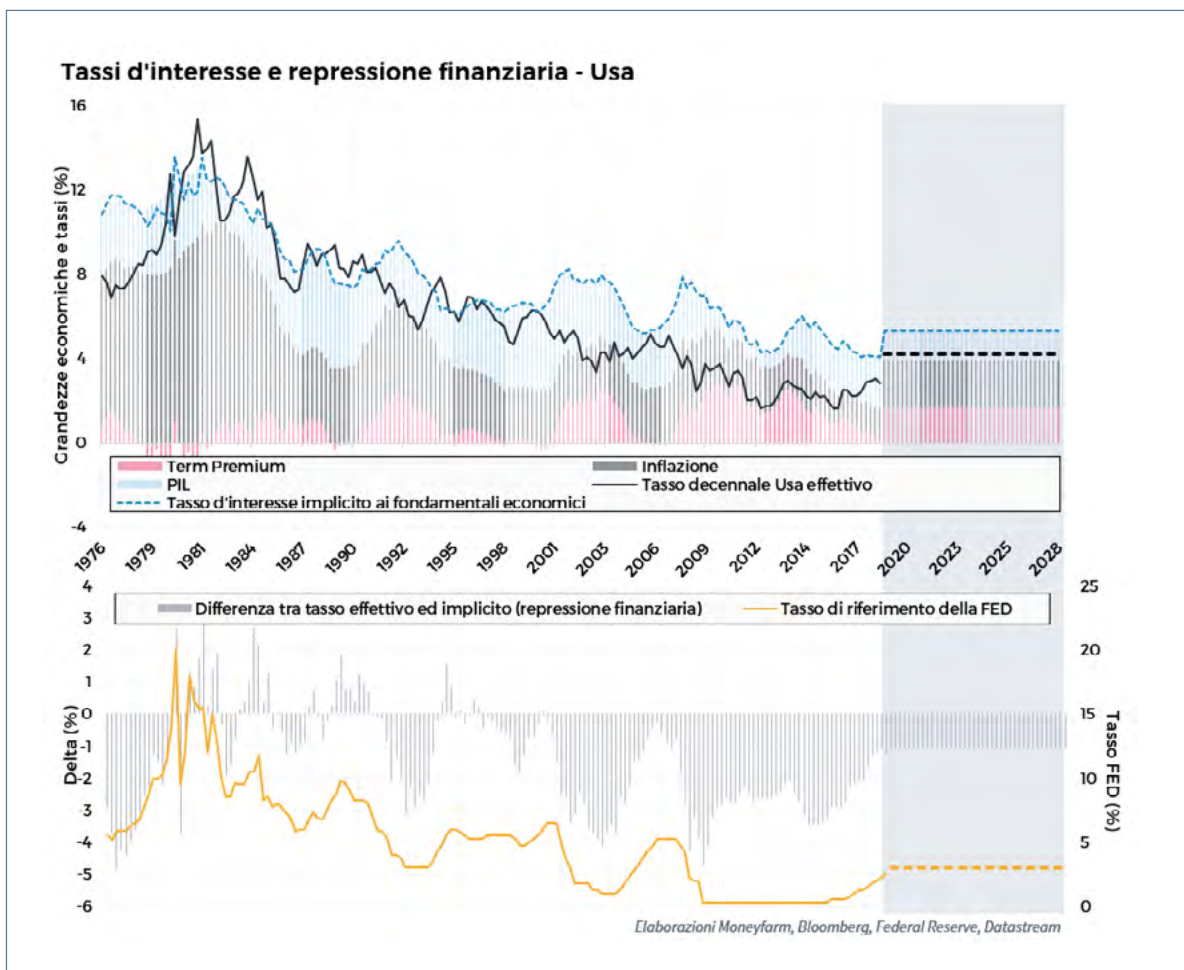
**In definitiva è presto per dire se l'economia entrerà in recessione: sicuramente le probabilità di questa eventualità sono in crescita. Resta evidente che siamo comunque nel corso di un trend di inversione del ciclo.**

## Obbligazioni governative: il mondo nuovo

Il quadro macro appena delineato incide prima di tutto sui tassi d'interesse. Per quanto riguarda le obbligazioni governative, le prospettive di crescita reale e di inflazione sono i principali driver del tasso d'interesse di lungo periodo. Un'economia che cresce più velocemente e un'inflazione più forte aumentano il costo/opportunità del denaro e così il costo dei prestiti e i tassi di lungo periodo; viceversa, un'economia che rallenta e un'inflazione moderata, "frenano" i tassi d'interesse.

Se guardiamo agli Stati Uniti e mettiamo in relazione tasso decennale con inflazione e crescita economica, vediamo che queste tre componenti ne spiegano l'andamento in maniera esaustiva (come si apprezza dal grafico). Tuttavia, in certi periodi la somma delle varie componenti e il tasso effettivo possono divergere e queste divergenze sono associabili a cicli di politica monetaria espansiva da parte della Federal Reserve. Quando la politica monetaria è espansiva il livello dei tassi è inferiore rispetto al livello implicito (repressione finanziaria). Negli ultimi venticinque anni l'azione della politica monetaria ha calmierato i tassi, deprimendone in qualche modo il livello (fare riferimento al gap tra la linea azzurra e la linea scura nel grafico).

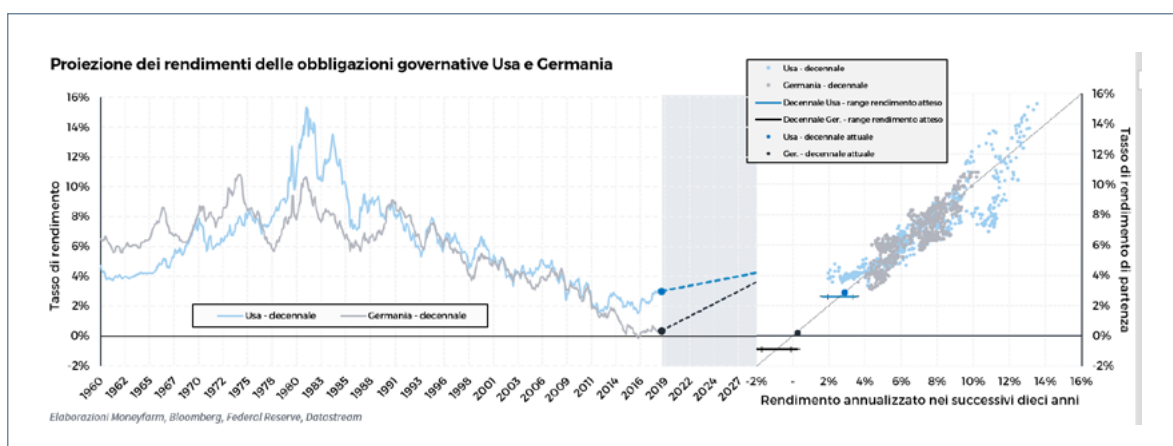
La nostra visione è che le banche centrali globali rimarranno sui loro graduali percorsi di normalizzazione. Nello specifico, per gli Stati Uniti, ci aspettiamo ancora che la Federal Reserve raggiunga un tasso di equilibrio al 2,75% - 3% nell'estate 2019. Tornando al nostro modello, ci aspettiamo che per un tale livello dei tassi d'interesse persista ancora in una certa misura l'effetto di repressione finanziaria.



Il livello dei tassi implicito (linea blu) è determinato da alcuni fattori economici (come PIL e inflazione). In periodi di politica economica espansiva, quando il tasso di interesse della banca centrale scende per stimolare l'economia (linea gialla), il livello dei tassi effettivo (linea nera) diverge da quello implicito. Si ha dunque un effetto di repressione finanziaria (area grigia).

Capire a che livello si assesteranno i tassi di lungo è cruciale per comprendere le potenzialità di rendimento delle obbligazioni. Infatti, per semplificare, il tasso di partenza (ovvero il tasso attuale) e il tasso di arrivo (il tasso a scadenza o a vendita dell'obbligazione) definiscono la redditività dello strumento.

Il livello dei tassi di partenza definisce la cedola, mentre la differenza tra tasso di partenza e tasso di arrivo stabilisce la variazione del valore dello strumento lungo il corso dell'investimento (guadagni o perdite in conto capitale). In generale, i rendimenti attesi per il mondo obbligazionario governativo sono positivi ma contenuti, date le prospettive di crescita e inflazione limitate e le valutazioni di partenza molto alte.



Il grafico mostra sul lato sinistro le nostre aspettative sul tasso di rendimento decennale delle obbligazioni governative di Usa e Germania. Come si nota dal grafico sulla destra, il tasso di rendimento attuale è storicamente correlato con la redditività che le obbligazioni possono ottenere nei successivi 10 anni. Tuttavia le prospettive di rendimento che prevediamo per la Germania (linea nera) sono peggiori del livello attuale dei tassi, perché il percorso di rialzo più netto causerà perdite in conto capitale per gli strumenti.

**Negli Stati Uniti** ci aspettiamo un rialzo dei tassi graduale e contenuto. **Il movimento di tasso (e la conseguente perdita in conto capitale) non è tale da compromettere quindi il rendimento, che rimane positivo tra il 2% e il 3%, simile quindi al tasso nominale attuale.**

**Per quanto riguarda l'Eurozona**, è esplicitivo illustrare i rendimenti attesi tedeschi, che ben rappresentano il quadro generale di ritorni che aspettiamo per i bond governativi europei. **La duration molto alta e il percorso di crescita dei tassi, condizionato dal livello attuale ancorato ai minimi storici, genera perdite in conto capitale tali da vanificare la componente cedolare, compromettendo il rendimento atteso per questa asset class nei prossimi anni.**

Prendiamo comunque atto di un miglioramento del rendimento atteso generale per questa asset class, grazie soprattutto al contributo positivo di Stati Uniti e Italia.



## Obbligazioni governative legate all'inflazione

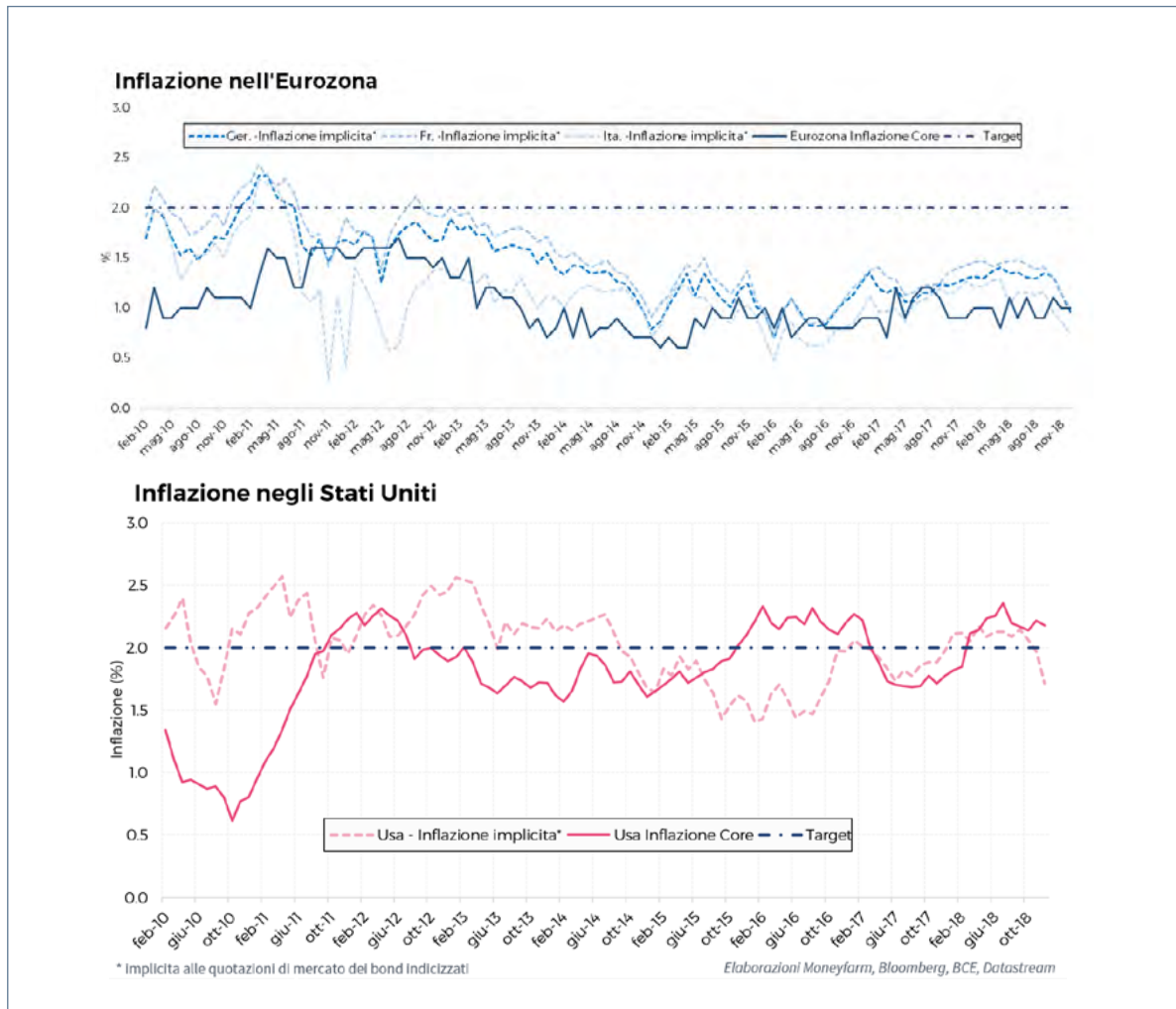
**Nel 2019 non vediamo una probabilità elevata di un forte aumento dell'inflazione core.** Come detto, la struttura politica ed economica prevalente nel nostro tempo contribuisce a moderare l'inflazione. I fattori strutturali non sembrano destinati a mutare nel 2019. Tuttavia, a differenza dell'anno scorso, vediamo potenziale per un assestamento dell'inflazione intorno a livelli più alti.

Le guerre commerciali possono iniziare ad essere un catalizzatore per una progressione dei prezzi, con l'aumento dei costi di produzione. Inoltre, il processo di normalizzazione monetaria nei mercati sviluppati sembra essere meno deciso e ciò rende più realistica una sorpresa positiva dell'inflazione.

Un tema centrale del 2018 ha riguardato il fatto che il miglioramento delle prospettive occupazionali in gran parte delle geografie sviluppate non fosse realmente accompagnato a una crescita proporzionale dei salari, con conseguente effetto negativo sui prezzi. Nel 2018 abbiamo visto i primi segni di una dinamica salariale in crescita e questo potrebbe essere un ulteriore argomento a favore di un'inflazione in moderata accelerazione nel medio termine.

**Anche quest'anno il rendimento atteso per le obbligazioni *Inflation Linked* resta più alto di quello dei corrispettivi bond nominali.** A parità di scadenza, gli *Inflation Linked* presentano infatti una minor reattività al cambiamento dei tassi d'interesse. In un contesto di tassi in crescita, questa caratteristica aiuta a smorzare le perdite in conto capitale.

Inoltre attualmente i prezzi dei bond indicizzati all'inflazione incorporano aspettative sulla crescita dei prezzi più basse di quanto previsto dagli economisti e dalle banche centrali. Se effettivamente l'inflazione tenderà a normalizzarsi, questo darà un extra rendimento a questa asset class rispetto ai valori nominali. L'argomento è particolarmente valido per l'Eurozona, dove le aspettative di mercato implicite alle obbligazioni nel secondo trimestre sono crollate.

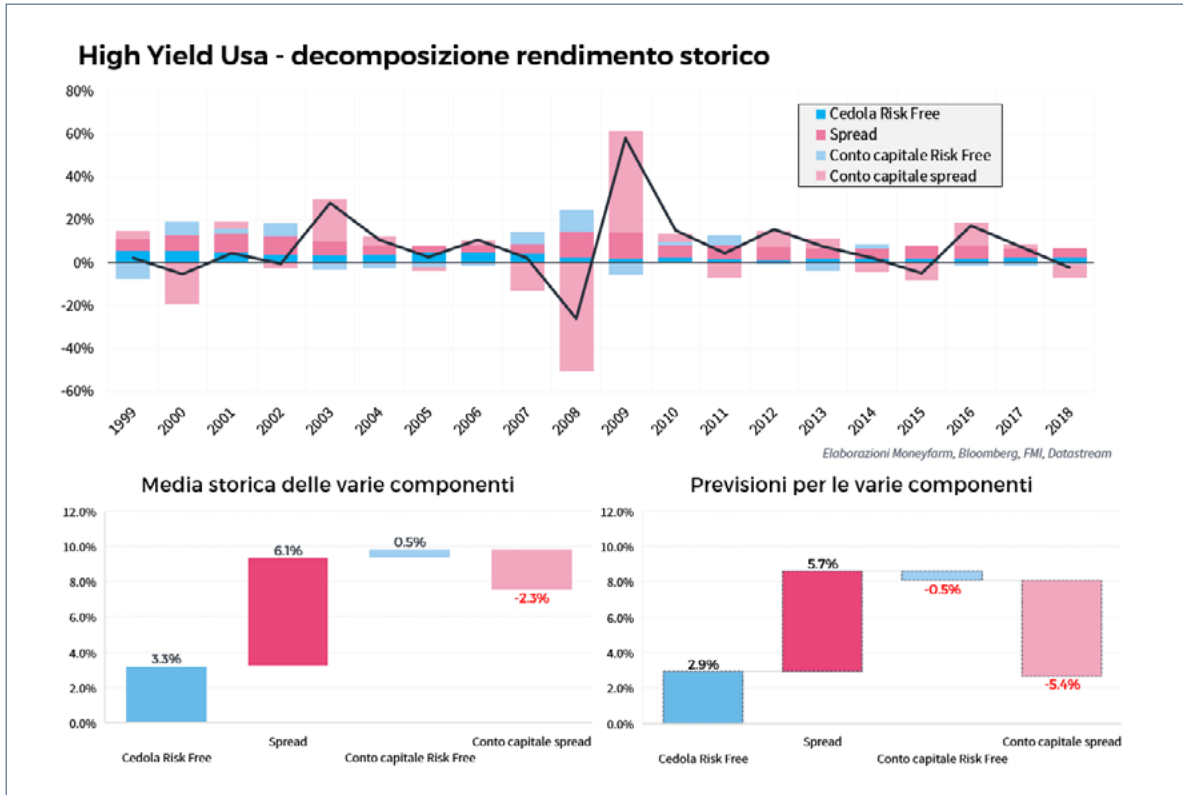


## Obbligazioni societarie e governative dei mercati emergenti

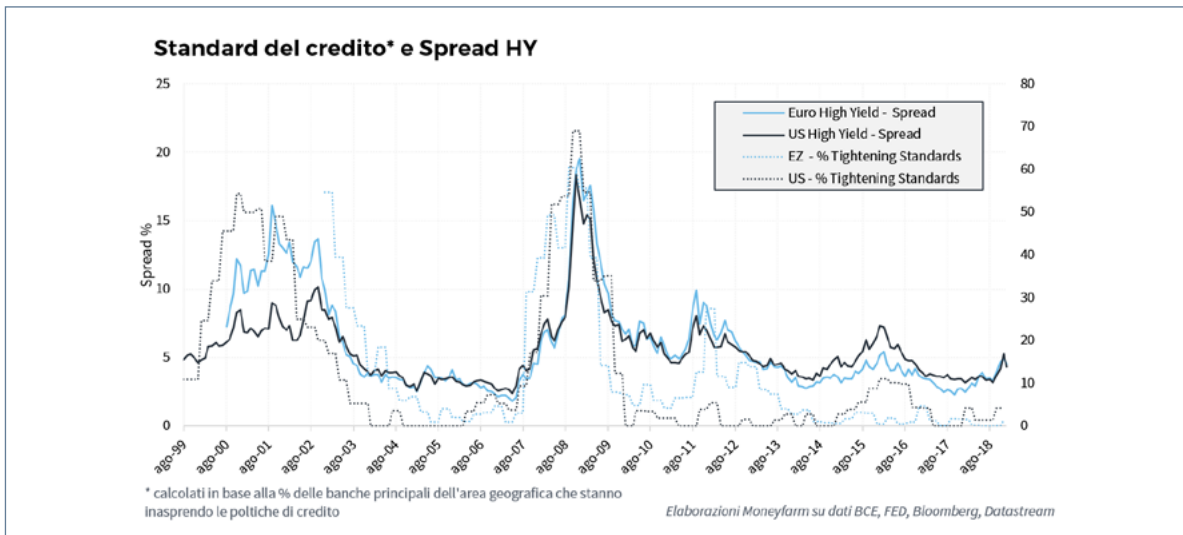
Per quanto riguarda i bond societari, alla luce del quadro economico delineato in precedenza, ci aspettiamo rendimenti attesi più bassi che in passato. Il rendimento di queste obbligazioni remunera due tipi di rischio: rischio tasso d’interesse e rischio di credito legato all’eventuale default delle aziende.

Come già detto, il contesto dei tassi d’interesse in crescita non favorisce in generale il comparto obbligazionario. In più l’incertezza economica non conforta per quanto riguarda le prospettive delle aziende.

Tuttavia, nel 2018 gli spread societari (area rosso scura nel grafico di riferimento) si sono allargati, migliorando le valutazioni. Inoltre, per ora l’attività di credito delle banche non sembra segnalare un aumento dei tassi di default. **Alla luce di queste due considerazioni, il rendimento atteso rimane positivo, ma più contenuto che nel passato.**



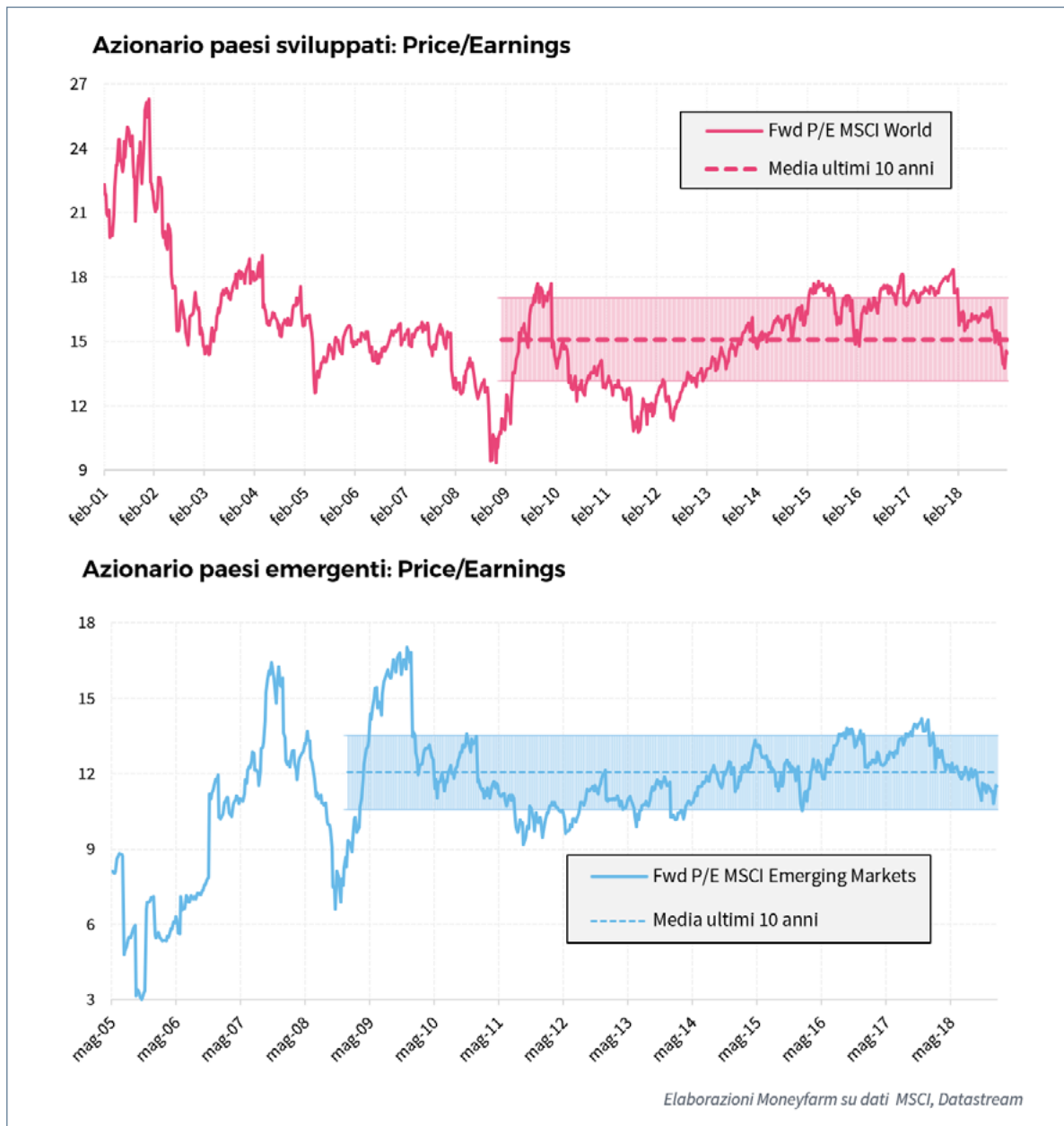
La tabella mostra i fattori che determinano la redditività delle obbligazioni societarie. In blu viene rappresentato la componente di rendimento attribuibile al tasso risk free (flusso cedolare blu scuro e movimento in conto capitale in blu chiaro). Questa dinamica ricalca quella dei buoni governativi americani. In rosso è invece rappresentata la componente legata al rischio di credito dei bond societari (flusso cedolare rosso scuro e movimento in conto capitale in rosso chiaro). Nel 2019, nonostante un approccio conservativo per quanto riguarda il rischio di un aumento dei default, prevediamo che i tassi siano sufficientemente ampi per continuare a generare rendimenti.



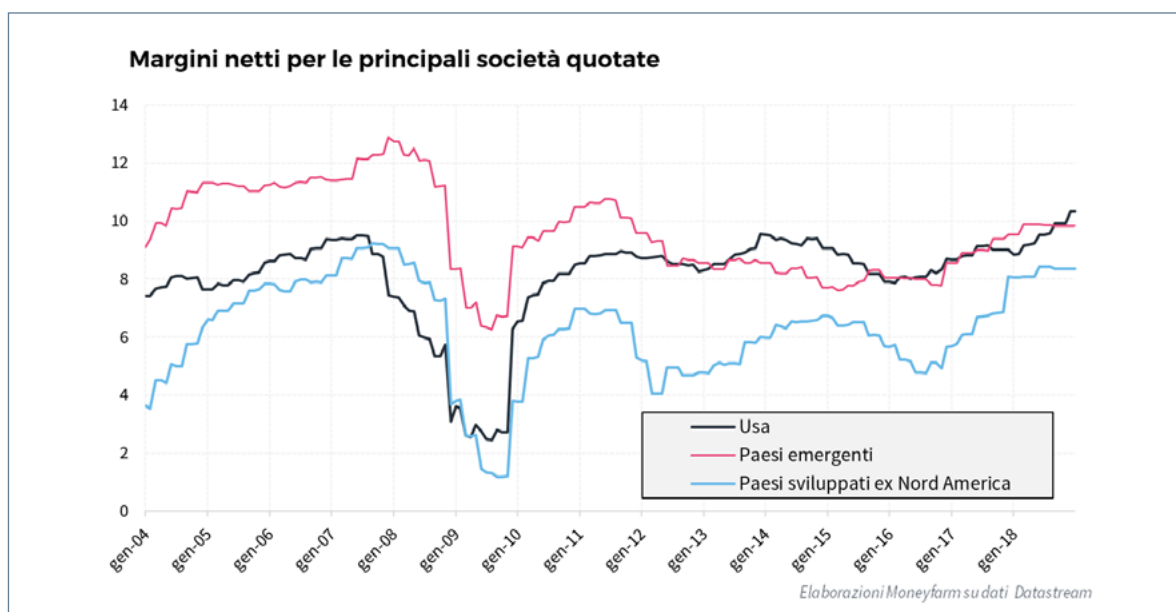
Una considerazione a parte va riservata ai bond governativi dei paesi emergenti. Dopo i forti deflussi di inizio 2018, questa asset class ha resistito bene alle turbolenze venute dall'azionario. **Bisogna tenere in considerazione i rischi economici e politici che caratterizzano il contesto generale, su cui pesa anche l'incognita legata all'economia cinese. Tuttavia, con un tasso di rendimento di partenza attorno al 6% e una duration di conseguenza contenuta, vediamo questa asset class con favore.**

## Azionario

Dal punto di vista delle valutazioni, il 2018 ha rappresentato una correzione salutare per tutto il mondo azionario. Le valutazioni (ovvero il rapporto tra il costo dei titoli e l'attività economica delle aziende) sono scese, attestandosi al di sotto delle medie storiche recenti, a livelli che possiamo definire convenienti per la prima volta negli ultimi cinque anni (fare riferimento ai grafici). **Quando le valutazioni scendono vuol dire che il prezzo delle azioni è meno inflazionato, in altre parole è più a buon mercato. E questo si traduce in ritorni attesi migliori nel medio termine. In questo momento i rendimenti attesi dell'azionario dei paesi sviluppati sono tra i migliori degli ultimi cinque anni.**

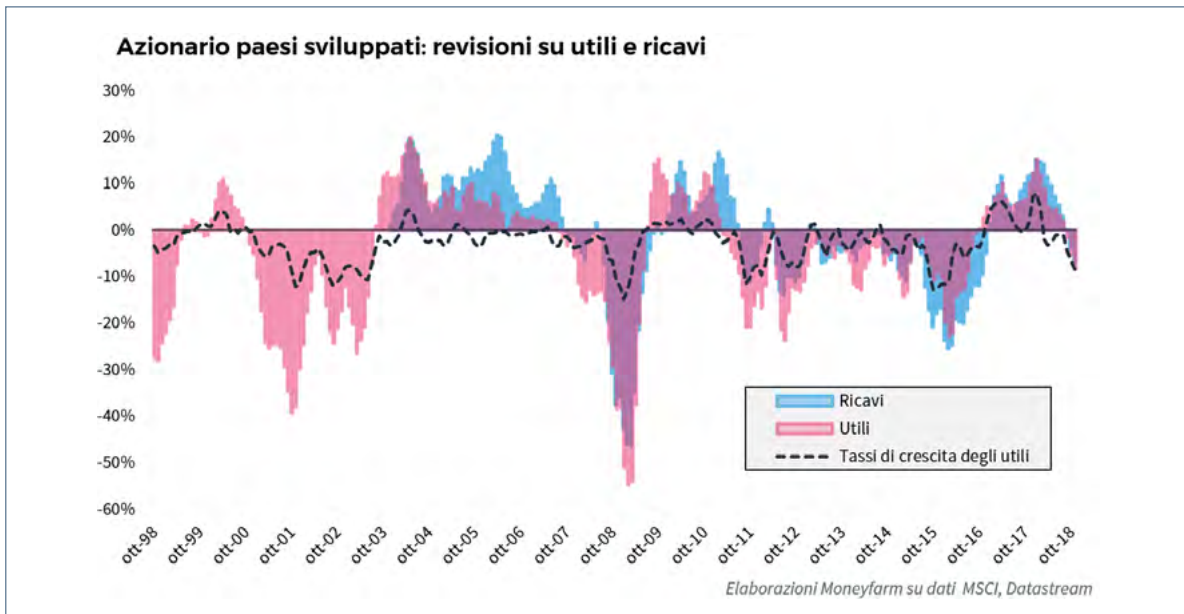


Dal punto di vista dell'attività, la profittabilità (ovvero i margini di profitto netti rispetto al giro di affari) sembra piuttosto alta e questo è uno dei principali fattori che hanno sostenuto la forte crescita degli ultimi anni. Bisogna però considerare che durante un periodo di rallentamento economico (o di recessione) la profittabilità delle aziende potrebbe scendere.

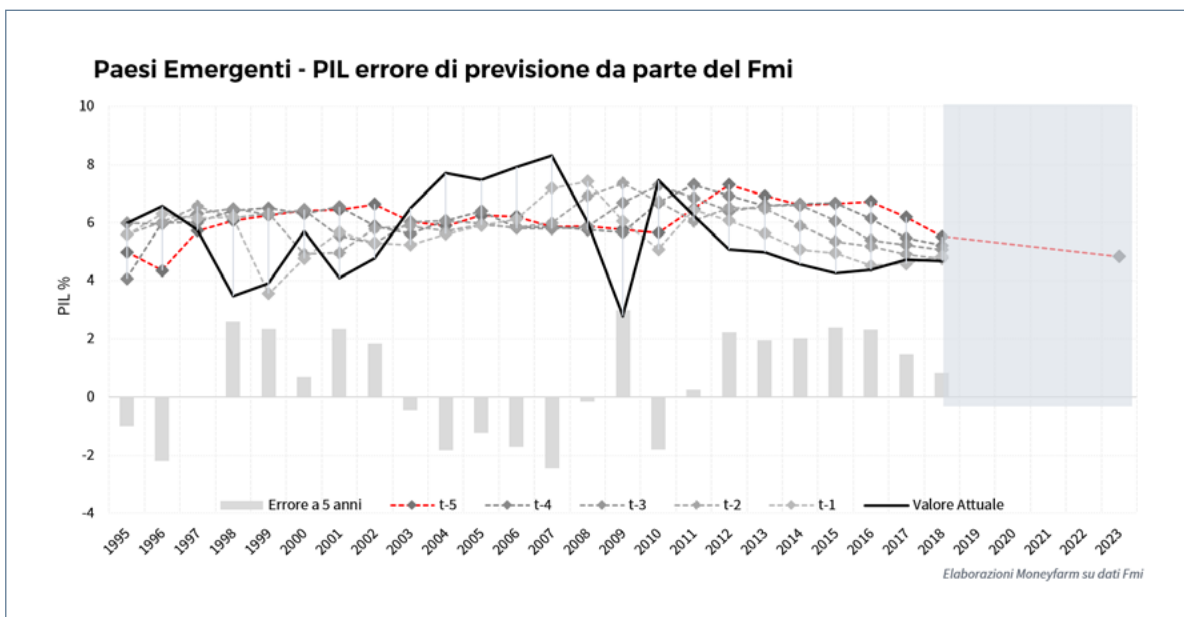


Come si nota dal grafico, nel 2018 abbiamo assistito a un declino generale nella revisione degli utili (ovvero il numero di aziende i cui utili sono stati nel corso dell'anno rivisti al rialzo piuttosto che al ribasso).

**Questo di per sé non è un segnale eccessivamente preoccupante** (già in passato abbiamo avuto revisioni degli utili negative, in presenza di ritorni positivi). Tuttavia bisognerà tenere conto della fase ciclica nel pianificare l'esposizione azionaria per il 2019, anche in un'ottica, se il caso, di gestione della volatilità nel breve.



Questo è soprattutto vero per i mercati emergenti, dove ci aspettiamo un maggior impatto delle tensioni commerciali rispetto ai mercati sviluppati. Bisogna ricordare che le previsioni economiche per queste geografie tendono a sorprendere in negativo. In definitiva, **vediamo l'azionario emergente come una possibile fonte di ritorni, ma le probabilità di un capovolgimento negativo nel medio-lungo termine stanno aumentando.**



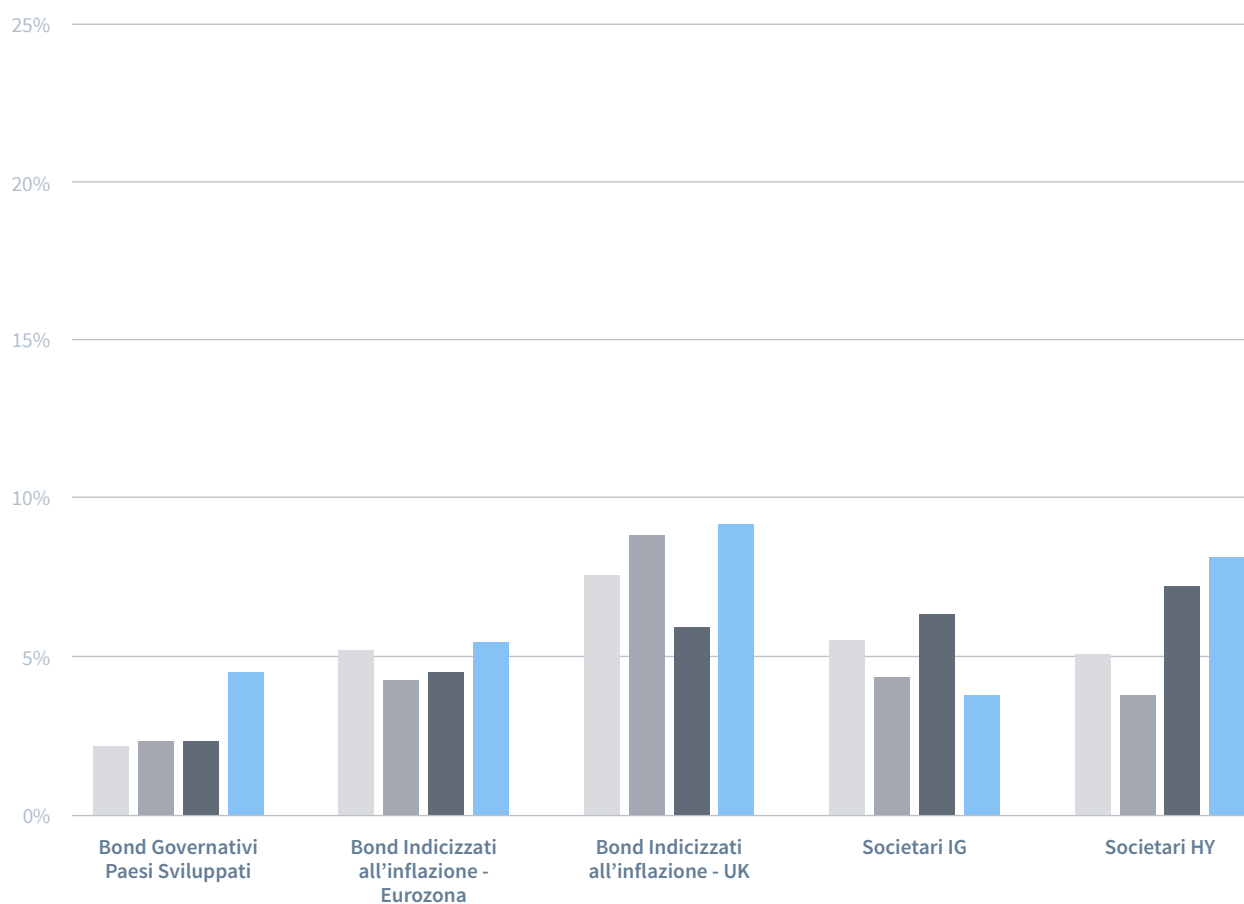
# Rischio e volatilità



Una volta elaborati i ritorni attesi per tutte le principali asset class, è fondamentale determinare i livelli di volatilità attesa. La volatilità è la misura dell'intensità delle variazioni di prezzo ed è utilizzata come indicatore rischio.

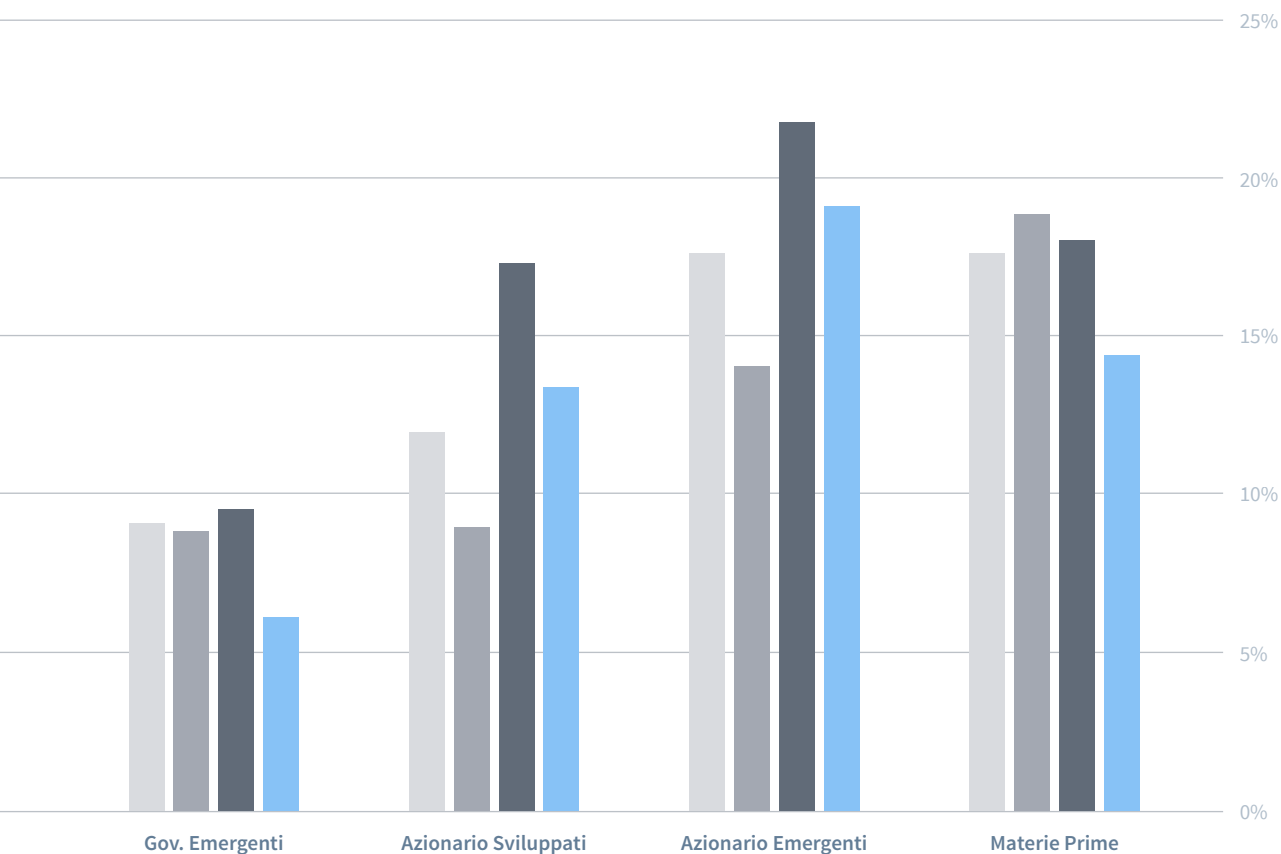
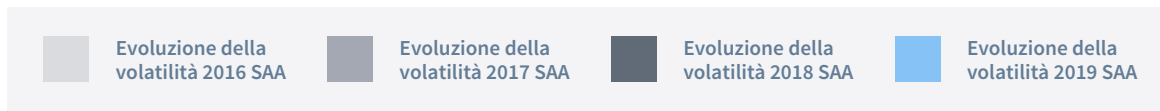
Prevediamo che la volatilità continuerà ad aumentare nel 2019, guidata dall'incertezza sia macroeconomica sia rispetto ai fondamentali.

## Evoluzione della volatilità attesa per le principali asset class





Come si può notare dal grafico, per il 2017 prevedevamo un livello di volatilità piuttosto basso per poi aumentare gradualmente le nostre stime nel 2018 e nel 2019 per quasi tutte le asset class. Un'eccezione è costituita dall'azionario dei paesi sviluppati, per cui prevediamo un livello di volatilità al 15%, comunque ben al di sopra della media degli ultimi cinque anni (intorno all'11%).



Elaborazioni Moneyfarm

# Dai rendimenti attesi ai portafogli



**La distribuzione dei rendimenti e le volatilità attese sono gli ingredienti fondamentali per procedere alla costruzione dei portafogli.** Per tradurre queste informazioni in “pesi” per ogni asset class ci sono diversi sistemi quantitativi/statistici a disposizione.

Il punto di partenza della filosofia Moneyfarm è la Moderna Teoria di Portafoglio. La teoria elaborata da Harry M. Markowitz negli anni Cinquanta ha il merito di aver pensato alla costruzione di un portafoglio in maniera scientifica, guardando a esso come a una combinazione ottimale (nel senso matematico di soluzione di un problema di ottimizzazione) di asset class, dati determinati obiettivi (massimizzare il ritorno aggiustato per il rischio) e alcuni vincoli. Ha avuto inoltre il merito di inserire il concetto di diversificazione (da un punto di vista quantitativo) all'interno dei processi di investimento, in una formulazione piuttosto elegante dal punto di vista logico-matematico.

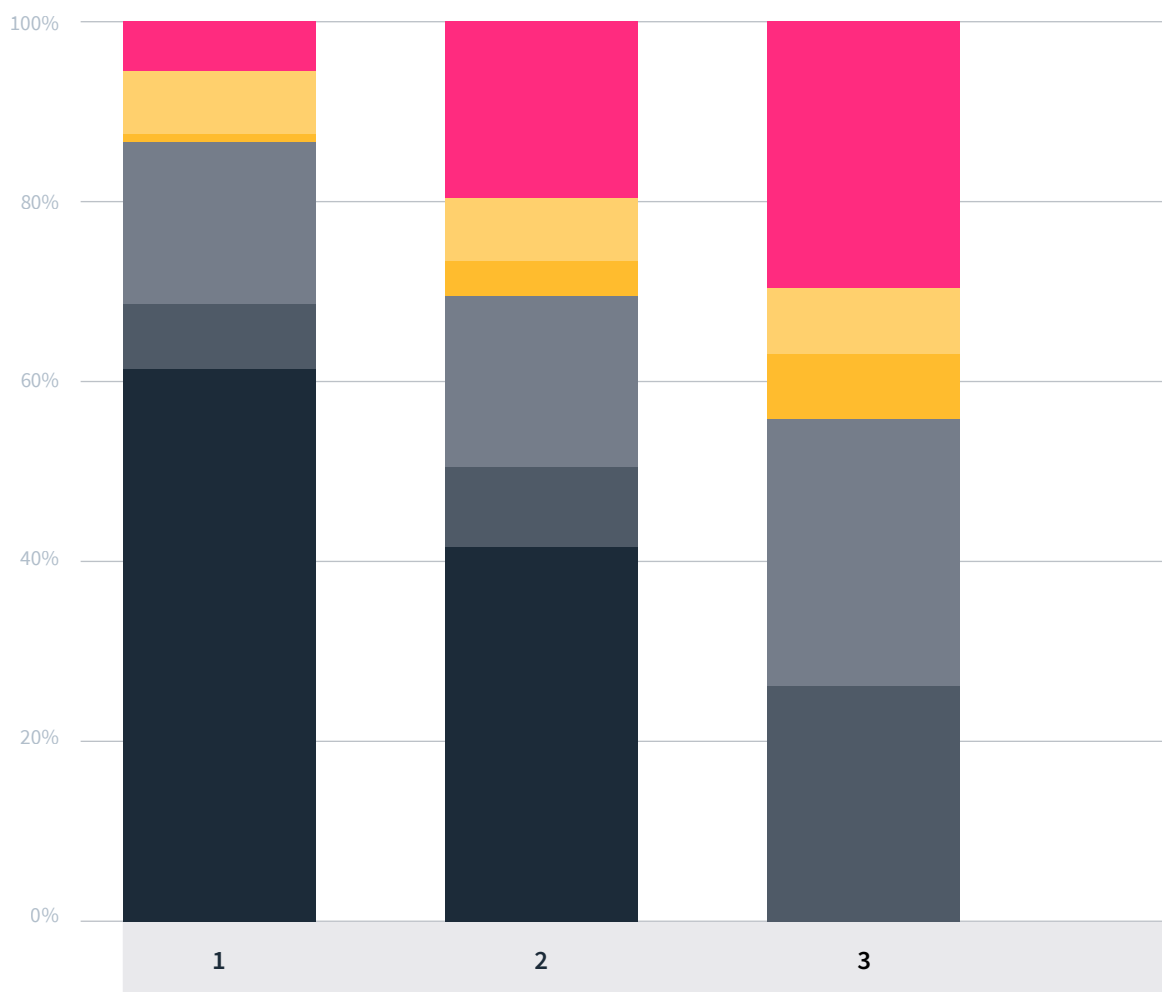
Nonostante questi pregi, nel corso dei decenni sono emersi anche molti limiti del modello originale. I principali problemi risiedono nell'elevata instabilità dei risultati rispetto a piccole modifiche dei parametri di input (abbassare ad esempio il rendimento atteso dal 6,5% al 6% potrebbe stravolgere completamente i portafogli): questo ovviamente è un problema, in quanto la stima esatta degli input è molto complessa.

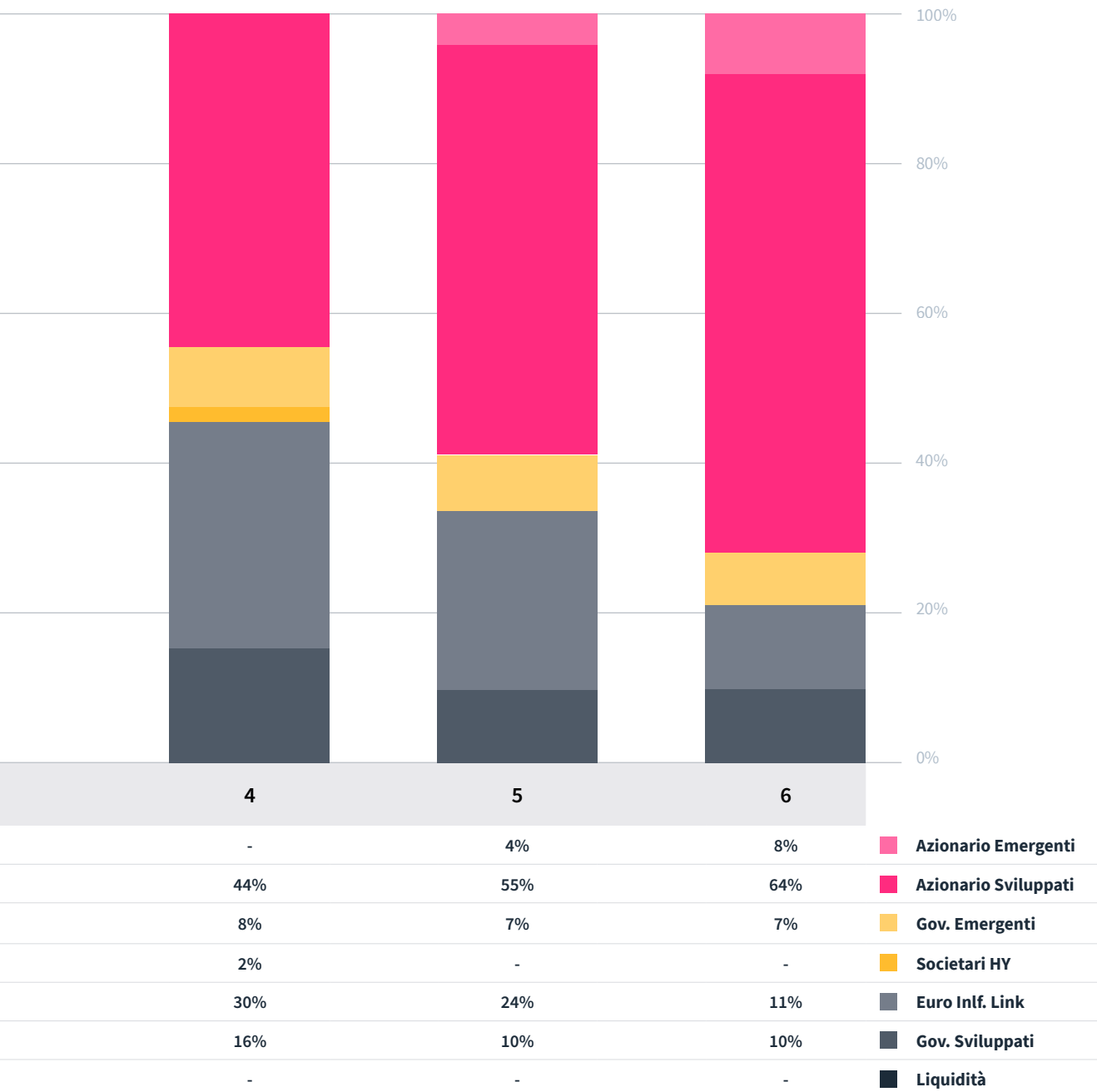
La teoria classica inoltre si risolve in una scarsa diversificazione effettiva (portafogli matematicamente ottimali ma effettivamente troppo concentrati). Il modello presenta anche semplificazioni nell'impostazione statistica per quanto concerne tra le altre la determinazione del rischio (che viene quantificato attraverso il solo parametro della volatilità).

**La filosofia di investimento Moneyfarm, partendo dall'impostazione generale di Markowitz, costruisce e utilizza un modello che tiene conto anche delle evoluzioni avvenute nel corso dei decenni e sorpassa i limiti della teoria originaria.**

Attraverso un'applicazione più “robusta”, selezioniamo sei allocazioni strategiche da cui, in seguito alle valutazioni tattiche, derivano le nostre dodici linee di gestione, ovvero i dodici portafogli che si addicono ai diversi profili di rischio degli investitori. In particolare, abbiamo selezionato i portafogli basandoci su livelli di volatilità attesa che vanno dal 2% al 12% annualizzato. Questo vuol dire che le nostre allocazioni sono pensate per generare rendimenti entro confini di rischio controllati. Chiusa questa breve nota metodologica, è possibile apprezzare l'esito del processo di Aas.

## Portafogli strategici 2019





# Conclusione



In definitiva:

- I rendimenti attesi per l'azionario dei paesi sviluppati sono i migliori degli ultimi cinque anni.
- Resta complesso prevedere se e quando l'economia andrà in recessione; sicuramente le probabilità di questa eventualità sono in crescita. Resta evidente che siamo comunque nel corso di un trend di rallentamento generale da un punto di vista macroeconomico.
- Le previsioni di volatilità sono superiori alla storia recente e in linea con quelle del 2018 per la maggior parte delle asset class.
- Per quanto riguarda i bond societari, ci aspettiamo rendimenti attesi più bassi che in passato.
- Non vediamo un aumento deciso dell'inflazione *core*: tuttavia le possibilità di essere sorpresi positivamente sono più alte che in passato. Anche quest'anno il rendimento atteso per le obbligazioni *Inflation Linked* resta più alto di quello dei corrispettivi bond nominali.
- Per quanto riguarda le obbligazioni governative, negli Stati Uniti ci aspettiamo un rendimento in linea con il livello attuale dei tassi. In Eurozona, prevediamo un quadro generalizzato di rendimenti contenuti.

Il 2019 resta tutto sommato un anno complesso, nel quale i nostri sforzi saranno orientati anche a tenere sotto controllo la volatilità di breve termine. **Le valutazioni sono comunque molto interessanti per chi investe pensando al lungo periodo, a patto che si entri nel mercato nei modi adeguati alle situazioni individuali: il suggerimento è quello di contattare il proprio consulente di riferimento, per valutare insieme la presenza di eventuali opportunità.**

# Glossario e bibliografia





## Glossario

### **Asset allocation**

Rappresenta la distribuzione dei fondi investiti in ciascuna asset class.

### **Asset class**

Per asset class si intende un insieme di investimenti finanziari che possono essere accomunati da alcune proprietà particolari. Alcuni esempi di asset class sono l'azionario italiano, i bond governativi dei mercati emergenti, le materie prime.

### **Drawdown**

Il drawdown misura la massima perdita percentuale dal picco per uno strumento finanziario in un determinato ciclo temporale.

### **Duration o durata media finanziaria**

La duration è la durata finanziaria di un titolo, ovvero la sua vita residua, ponderata con il flusso di cedole che il titolo pagherà in futuro.

### **Etf**

Gli Etf (Exchange Traded Funds) sono particolari fondi d'investimento o Sicav a gestione passiva. Il modo più semplice per descrivere un Etf è un paniere di titoli che replica la performance e quindi il rendimento di un segmento ampio o specifico di mercato (indice benchmark). La replica può essere di due tipi a seconda della strategia.

- **Replica fisica**, quando l'Etf replica la performance dell'indice di riferimento semplicemente comprando nella giusta proporzione i titoli che ne fanno parte.
- **Replica sintetica**, quando l'Etf replica la performance dell'indice tramite la stipula di un contratto derivato con delle controparti selezionate (in genere bancarie) che riconoscono all'Etf le performance dell'indice benchmark.

### **Hedging**

Si tratta tecnicamente di una copertura (o protezione) da un determinato rischio.

### **Isin**

Acronimo di International Securities Identification Number, è un codice identificativo dei valori mobiliari. È utilizzato per identificare le azioni, le obbligazioni, i warrant e gli Etf. Ogni strumento ha il proprio Isin specifico.

### **Rating**

Giudizio attribuito da un'agenzia specializzata a un'impresa o a un'emissione obbligazionaria specifica che sintetizza in un solo valore il suo merito creditizio. Le obbligazioni societarie vengono classificate principalmente in base al loro rating e si dividono in due categorie.

- **Investment Grade:** obbligazioni con rating elevato che offrono rendimenti più contenuti (rating: da AAA/Aaa a BBB-/Baa3)
- **High Yield:** obbligazioni ad alto rendimento. In virtù del loro rating offrono prospettive di rendimento maggiori a fronte di un rischio di credito più elevato (rating: da BB+/Ba1 a C).

### Sharpe ratio

Esprime il rapporto tra il rendimento di uno strumento finanziario (il portafoglio Moneyfarm in questo caso), al netto del cosiddetto “Risk free” (rendimento di un asset privo di rischio), e la volatilità. Si tratta di una misura di rendimento aggiustato per il rischio: più alto è, migliore è il valore dei ritorni relativamente al rischio.

### Ter

Il Total Expense Ratio è l'indicatore dei costi di gestione dei fondi comuni e comprende le spese di commissione dei gestori del fondo, le retrocessioni concesse al collocatore, le spese della società di revisione, il compenso della banca depositaria e altri oneri a carico del fondo.

### Yield to Maturity / Rendimento a scadenza

Lo Yield to Maturity (Ytm) è il tasso implicito di rendimento di un particolare titolo (bond) qualora:

- non lo si liquida prima della sua scadenza sul mercato secondario ma lo si mantenga sino alla sua scadenza (redemption date);
- chi è obbligato a pagare le relative cedole rispetti i tempi e le modalità di pagamento.

## Bibliografia

**Asl, F. and Etula, E.**, 2012, “Advancing Strategic Asset Allocation in a Multi-Factor World”, *Journal of Portfolio Management*, 39, Number 1.

**Black F., and Litterman R.**, 1992, “Global Portfolio Optimization”, *Financial Analysts Journal*, 48

**Carol Alexander**, 2009, “Market Risk Analysis, Value at Risk Models”, John Wiley & Sons.

**Damodaran, A.**, 2009, “Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications – A post-crisis update”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18, pp. 289–370.

**Eichengreen**, 2015, “Secular Stagnation: The Long View”.

**Fabozzi, F.J., P.N. Kolm, D.A. Pachamanova, and S.M. Focardi**, 2007, "Robust Portfolio Optimization and Management", Wiley Finance, Chicago.

**Ilmanen, A.**, 2011, "Expected Returns. An investor's guide to harvesting market returns", John Wiley & Sons Ltd: Chichester, United Kingdom.

**Markowitz, H.M.**, 1952, "Portfolio Selection", Journal of Finance, 7, pp. 77-91.

**Meucci, A.** Risk and Asset Allocation, Springer, New York, 2007.

**Scherer, B.** 2010, "Portfolio Construction and Risk Budgeting 4th edition", Risk Books.

**Scherer, B.**, 2007, "Can Robust Portfolio Optimization Help Build Better Portfolios?", Journal of Asset Management, 7, pp. 374-387.

**Shiller, R. and Campbell, Y.**, 1988, "Stock prices, earnings and expected dividends", Econometric Research program Research memorandum 334.

**Shiller, R.**, 2000, "Irrational Exuberance", Princeton University Press.

### Informazioni aggiuntive

Il presente documento è consegnato al destinatario nella sua qualità di cliente o utente registrato di MFM Investment Ltd - Italian Branch (Moneyfarm), unicamente a scopo informativo e di marketing da parte di Moneyfarm. Le informazioni contenute nella presente pubblicazione non costituiscono e non possono essere interpretate come un invito, un'offerta o una raccomandazione ad acquistare o collocare investimenti di alcun genere o ad effettuare una qualsiasi altra transazione. Le informazioni contenute nella presente comunicazione non rappresentano sufficienti informazioni per poter decidere di acquistare o sottoscrivere gli strumenti descritti. A tale scopo potrebbe essere necessario richiedere l'assistenza di un consulente finanziario. I rendimenti passati non costituiscono un indicatore affidabile dei rendimenti futuri. La performance indicata è al lordo dei costi di gestione e di acquisizione degli strumenti.

Commissioni e costi incidono negativamente sulla performance. Anche se Moneyfarm intraprende ogni ragionevole sforzo per ottenere informazioni da fonti che ritiene essere affidabili, Moneyfarm non assicura in alcun modo che le informazioni contenute nel presente documento siano esatte, affidabili o complete. A tale scopo, le opinioni espresse nel presente documento sono proprie dell'autore e non costituiscono necessariamente l'opinione di Moneyfarm.

Le informazioni non seguono i requisiti volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazioni prima della loro diffusione. Moneyfarm vieta espressamente la redistribuzione totale o parziale del presente documento senza la propria autorizzazione scritta e non si assume alcuna responsabilità per azioni di terzi al riguardo.

MFM Investment Ltd è una società di investimento di diritto inglese autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority, No 629539 con sede legale in 90-92 Pentonville Road, N1 9HS, Londra, Regno Unito, e autorizzata ad operare in Italia attraverso la propria succursale italiana, MFM Investment Ltd - Italian Branch iscritta al n. 142 del registro delle imprese di investimento comunitarie con succursale tenuto dalla CONSOB, con sede legale Largo Carlo Felice, 26 - 09124 Cagliari.

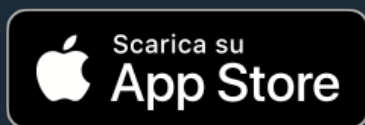


## Contattaci

 [info@moneyfarm.com](mailto:info@moneyfarm.com)

 +39 02 450 76621

## Scarica Moneyfarm sul tuo smartphone



Sede legale: Largo Carlo Felice, 26 - 09124 Cagliari | Sedi operative: via Antonio da Recanate 1 - 20124 Milano e Largo Carlo Felice, 26 09124 Cagliari | Tel: +39 02 450 76621 | Fax: +39 02 450 76623 | Email: [info@moneyfarm.com](mailto:info@moneyfarm.com) | P.IVA e C.F. 03681170928 Iscritta a Albo Consob n. 142 | Autorizzata e regolata da Financial Conduct Authority - Autorizzazione no. 629539 | Fondo Nazionale di Garanzia n.ICE 0004