



**moneyfarm**

PORTAFOGLI  
STRATEGICI  
2018



# INDICE

---

<b>4</b>	<b>INTRODUZIONE A CURA DI RICHARD FLAX</b>
<b>5</b>	<b>RENDIMENTI PER L'ASSET ALLOCATION</b>
<b>7</b>	<b>OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE E INFLAZIONE</b>
<b>12</b>	<b>OBBLIGAZIONI SOCIETARIE E DEI PAESI EMERGENTI</b>
<b>14</b>	<b>AZIONARIO</b>
<b>19</b>	<b>RISCHIO E ASSET ALLOCATION STRATEGICA</b>
<b>20</b>	<b>DAI RENDIMENTI ATTESI AI PORTAFOGLI</b>
<b>22</b>	<b>CONSIDERAZIONI FINALI</b>
<b>23</b>	<b>GLOSSARIO</b>
<b>25</b>	<b>BIBLIOGRAFIA</b>

# INTRODUZIONE



L'Asset Allocation Strategica (AAS) riveste un ruolo fondamentale nel processo d'investimento di Moneyfarm. Ogni anno l'Asset Allocation Team (AAT) produce valutazioni di lungo periodo (10 anni) su diverse asset class. Tali stime sono combinate con le misure di rischio. In questo modo è possibile trovare la giusta combinazione di asset per creare portafogli che soddisfino tutte le necessità di rischio e di rendimento dei clienti. Si tratta di uno sforzo complesso e cruciale, frutto di un lavoro di studio e monitoraggio dei mercati che viene condotto durante tutto l'anno.

Cosa vi potete aspettare di trovare in questo documento? Obiettivo finale dell'asset allocation strategica è l'individuazione delle sei allocazioni che sono alla base dei 12 portafogli che proponiamo agli investitori. Queste combinazioni di asset sono appunto l'AAS e le troverai a pagina 20. Le strategie sono frutto di una serie di previsioni che facciamo considerando alcuni fattori chiave come la correlazione tra le varie asset class e la volatilità attesa. Il più importante di questi fattori sono forse i rendimenti attesi, ovvero la nostra previsione delle potenzialità di crescita delle varie asset class da qui a 10 anni (pagina 5). I rendimenti attesi sono il risultato della visione della nostra squadra su come le tendenze economiche, demografiche e sociali andranno a impattare sulla valutazione degli asset.

Questa è appunto l'AAS: una squadra al lavoro per operare delle previsioni a partire dai dati. Si tratta di un lavoro di ricerca e analisi meticoloso per il quale utilizziamo modelli elaborati da noi e in continua evoluzione. Saldi, al contrario, sono i nostri obiettivi: aiutare gli investitori che ci hanno scelto a proteggere e ad accrescere i loro risparmi nel lungo termine entro i livelli di rischio concordati.

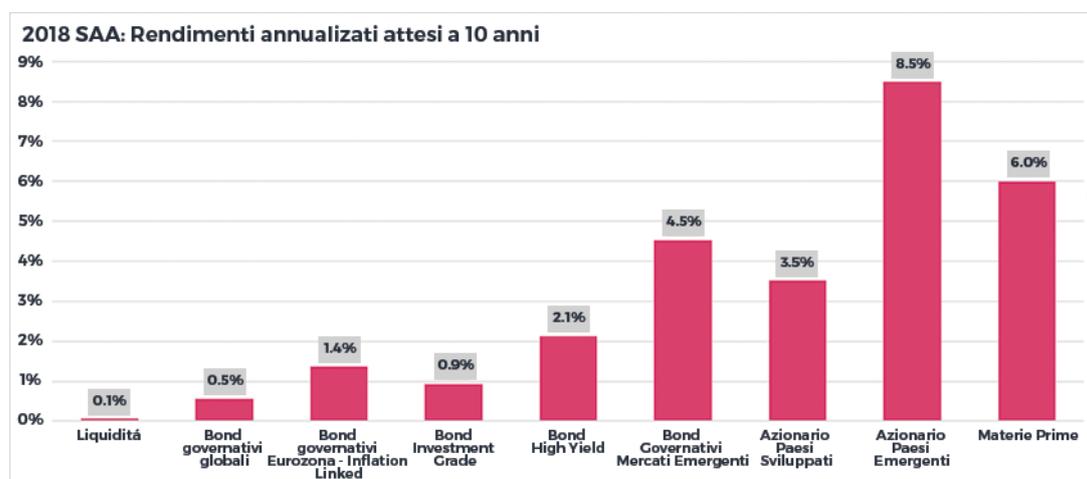
Lungimiranza, approfondimento e serietà sono quindi le linee guida del nostro lavoro.

Grazie per la rinnovata fiducia.

**Richard Flax,**  
*Chief Investment Officer Moneyfarm*

# RENDIMENTI ATTESI PER L'ASSET ALLOCATION 2018

Il grafico mostra i rendimenti nominali attesi annualizzati della AAS 2018. I rendimenti attesi sono stimati tramite un processo quantitativo, che si basa sull'ipotesi che i vari fondamentali economici e societari (PIL, inflazione, curva dei tassi, metriche di bilancio, valutazioni di mercato) tendano a regredire verso le loro medie storiche di lungo periodo.

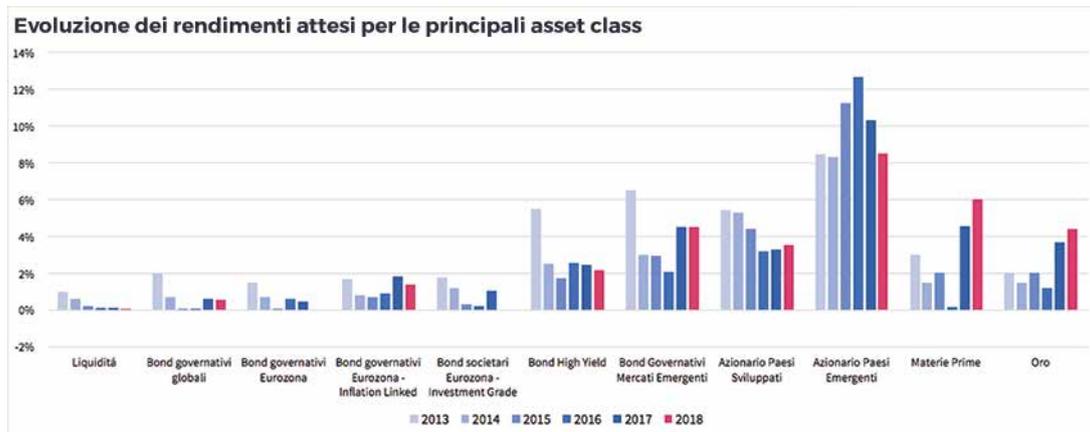


Fonte: Moneyfarm

I rendimenti assoluti sembrano relativamente bassi rispetto ai loro valori storici, in particolare per quanto riguarda il **comparto obbligazionario**: non è una grande sorpresa dato il livello attuale dei tassi dei bond (basso) e le aspettative di un ritorno graduale dei tassi a valori storicamente normali. Anche **le attuali valutazioni azionarie** sono in media al di sopra dei valori di lungo periodo, questo impatta negativamente sulle aspettative dei rendimenti attesi per i prossimi 10 anni, anche se questo effetto si noterà principalmente sui paesi sviluppati.

Un po' di rendimento potrebbe essere quindi ricercato nei **mercati emergenti**, sia per quanto riguarda l'azionario, sia per quanto riguarda l'obbligazionario. Prevediamo che questa area geografica, dopo una performance relativamente buona del 2017, continui a regalare soddisfazioni. Questo riflette una combinazione di fattori: valutazioni marginalmente migliori, crescita più robusta e migliore profittabilità.

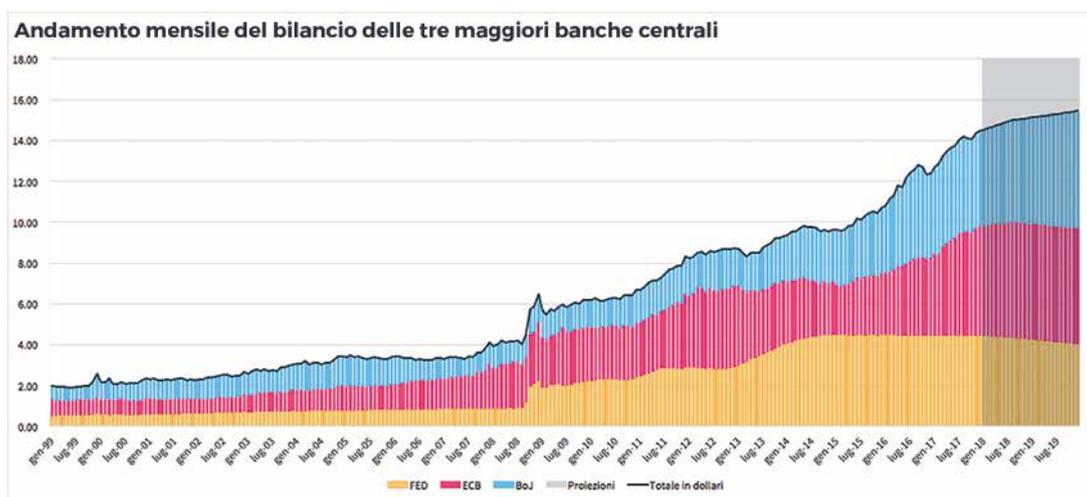
Il processo di AAS è in piedi ormai da qualche anno ed è sempre interessante andare a vedere come le nostre idee sui rendimenti attesi si siano evolute nel corso del tempo. Il grafico a barre nella pagina seguente mostra come i rendimenti attesi a 10 anni delle AAS passate sono cambiati anno dopo anno. La forma delle previsioni è stata ampiamente coerente nel tempo: rendimenti attesi contenuti del mondo obbligazionario e rendimenti più elevati per l'azionario. Il movimento più rilevante riguarda i ritorni attesi delle commodity, il cui rialzo è dovuto a una maggiore crescita del Pil globale atteso e alle prospettive di crescita dell'inflazione.



Nei prossimi paragrafi entreremo nel dettaglio delle nostre considerazioni per il 2018 sulle principali asset class.

# OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE E INFLAZIONE

Il 2018 a nostro avviso sarà un anno importante per tutto il comparto obbligazionario, specialmente per quanto riguarda il **segmento governativo**. Nel prossimo anno la politica di *tapering* della Fed entrerà nel vivo e anche le misure di stimolo messe in campo dalla Bce con ogni probabilità verranno progressivamente ritirate. I fondamentali economici (crescita del Pil e inflazione) sembrano ormai abbastanza solidi da non giustificare più un impegno così profondo da parte dell'istituto di Francoforte e le dichiarazioni dei vari membri del board della banca centrale suggeriscono una costante riduzione e uscita dal programma di *quantitative easing*.



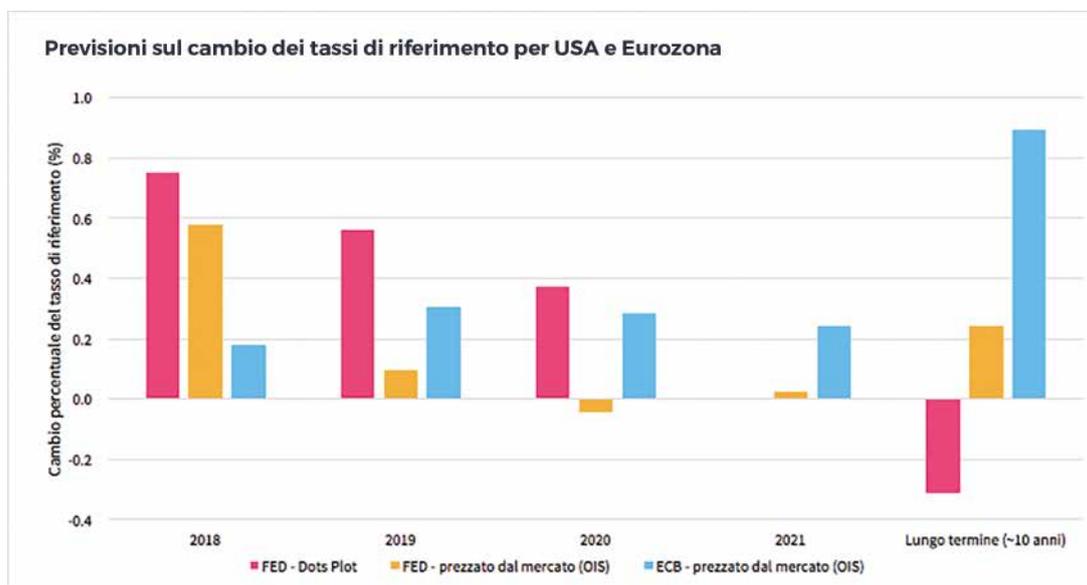
Il grafico mostra l'andamento in dollari del bilancio complessivo delle tre maggiori banche centrali: Usa, Eurozona e Giappone. Come si nota, le attuali proiezioni vedono un forte rallentamento dell'attività espansiva delle banche centrali, con l'eccezione della Bank of Japan che per ora ha ribadito un pieno impegno della politica monetaria.

Il fatto che venga messa in atto una stretta monetaria non è una novità ma la situazione attuale ha dei profili inediti. **L'espansione del bilancio delle banche centrali, infatti, ha raggiunto negli ultimi anni dei livelli senza precedenti.** Il quantitative easing, ovvero l'acquisto di titoli sui mercati aperti, è una misura nuova che è stata adottata per la prima volta come risposta alla "Grande Recessione", non esiste quindi uno storico su cui poterci basare per valutare l'impatto del suo smantellamento. Anche partire dall'esperienza del tapering della Fed (2014) per prevedere gli effetti del tapering della Bce potrebbe essere fuorviante. Sebbene di scala impressionante in termini assoluti, il programma della Fed ai suoi massimi non era arrivato a pareggiare neanche per intero l'attività di emissione del tesoro americano. In Europa invece la Bce ha attualmente un impatto molto maggiore sul mercato obbligazionario, arrivando a comprare fino a 7 volte tanto quanto emesso dai governi dell'Eurozona.

**Il ciclo elettorale e fiscale, inoltre, non sembra essere del tutto allineato a quello monetario.** Quando le banche centrali operano una stretta monetaria, l'effetto sul mercato è un calo nella domanda di obbligazioni. Se i governi, di pari passo, tengono sotto controllo l'emissione di debito attraverso politiche fiscali rigorose, l'equilibrio tra domanda e offerta viene preservato. Nel contesto attuale, però, non è scontato che i governi opereranno per il

rigore fiscale. Negli Usa, **la riforma fiscale di Trump**, approvata a dicembre 2017, causerà probabilmente un aumento del deficit pubblico nei prossimi in anni. **L'Eurozona** è invece **caratterizzata da alcune istanze sociali molto accese con cui la politica si troverà a fare i conti**. Probabilmente vedremo un allentamento fiscale generalizzato e pertanto riteniamo che l'offerta di debito pubblico non si contrarrà in modo proporzionale alla domanda.

In aggiunta a ciò si noti che **i mercati stanno ancora prezzando una restrizione della politica monetaria inferiore a quella dichiarata dai policy maker**. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, come mostra il grafico sotto, le proiezioni dell'organo direttivo della Fed implicano un percorso di rialzo dei tassi maggiore di quello previsto dai mercati. Nell'Eurozona, dove comunque non sono disponibili proiezioni ufficiali, gran parte del percorso di normalizzazione dei tassi è stato invece rimandato a dopo il 2021. Anche di questa valutazione degli operatori bisogna tenere conto quando si valuta il prezzo attuale delle obbligazioni.



Il grafico qui sopra mostra come, ad oggi, si prevede che si muovano i tassi d'interesse dell'Eurozona e degli Stati Uniti. Se ne deduce che, da un lato, i mercati stanno sottoprezzando l'incremento dei tassi di riferimento da parte della banca centrale Usa e, dall'altro, l'Eurozona viene percepita molto più indietro della controparte Usa nel ciclo monetario.

## INFLAZIONE: COSA POTREBBE ACCADERE CON UN RIALZO IMPROVISO NEL 2018?

**Se dovessimo ritagliare un ruolo all'inflazione di questi 10 anni sarebbe quello del gigante dormiente.** I tassi di interesse sono ai loro minimi storici, la disoccupazione continua a diminuire e il prezzo del petrolio è quasi raddoppiato dai minimi di inizio 2016, così come quello di molti metalli industriali. **L'inflazione è rimasta però ostinatamente bassa nella maggior parte dei paesi sviluppati.**

È lecito pensare che un'inflazione più bassa delle aspettative abbia avuto un impatto significativo sui prezzi degli asset finanziari. Essa ha mantenuto i tassi obbligazionari

generalmente bassi e ha spinto gli investitori verso attività sempre più rischiose. Questa tendenza si può notare chiaramente dalle valutazioni azionarie che, come detto, sono storicamente molto alte.

**Ma questa situazione è destinata a durare?** Una visione è che il processo di normalizzazione monetaria nei mercati sviluppati sarà lungo e cauto e questo dovrebbe rendere meno probabile l'impennata dei prezzi. Inoltre, la combinazione di fattori strutturali, demografici, tecnologici e sociali potrebbe rendere i tassi d'interesse d'equilibrio più bassi di quanto non lo siano stati in passato in Usa e in Europa. Infine, sul mercato potrebbe riflettersi l'idea formatasi tra gli investitori che qualsiasi vendita massiva di strumenti finanziari verrebbe prontamente seguita da una risposta delle banche centrali (la cosiddetta "Fed Put", un meccanismo di azzardo morale che sottoprezzerebbe il rischio di mercato).

Questi fattori, che hanno contribuito a mantenere la dinamica inflazionistica fiacca negli ultimi anni, sono tuttora rilevanti e ci inducono a pensare che la crescita del livello dei prezzi sarà in linea con il 2017. **Tuttavia una ripresa netta dell'inflazione resta possibile.** Un'inflazione più alta delle aspettative indurrebbe un riassetamento della politica monetaria, con conseguenze a cascata sul prezzo di tutti gli asset. Gli investitori potrebbero voler ridurre il rischio dei loro portafogli per rispondere all'aumento dei tassi di sconto, con una reazione a catena negativa sulle valutazioni delle azioni.

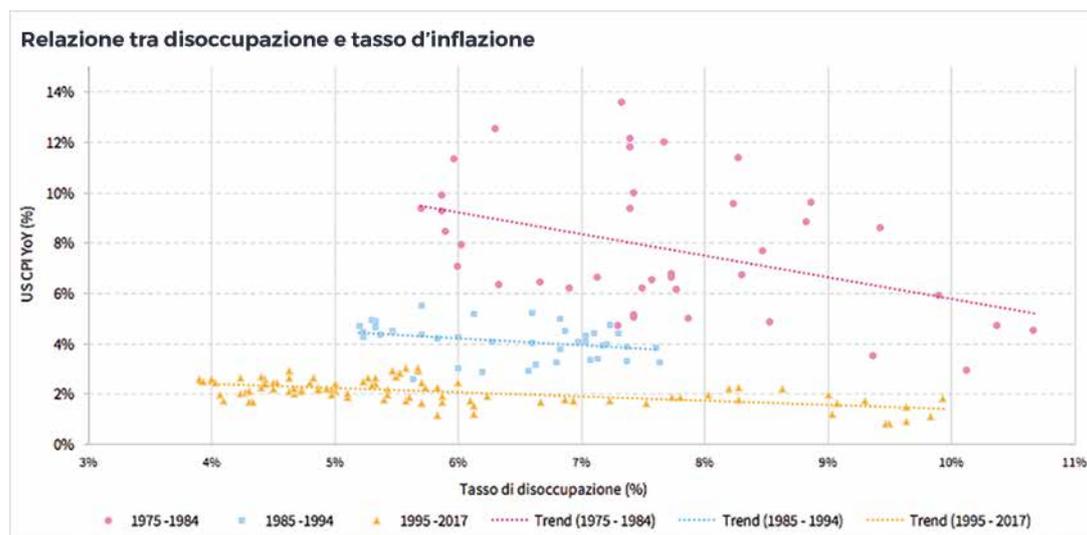
**Per ora sembra comunque più probabile che l'inflazione possa sorprendere al ribasso più che al rialzo.** Nell'Eurozona l'inflazione core (CPI al netto di food e energy, quindi più stabile) ha registrato un andamento anno su anno dello 0,9%, molto al di sotto del target Bce del 2%. Per gli Stati Uniti, lo stesso indicatore è ancora a livelli intorno al 1,7%. In Giappone nonostante anni di politica monetaria aggressiva l'inflazione resta ancorata allo 0,1% annuale.



Fonte: Moneyfarm, Bloomberg, Eurostat, US department of Labor

Il grafico sopra mostra come, a fine 2017, i livelli di inflazione siano per Europa e Giappone ancora al di sotto dei target stabiliti dalle banche centrali.

Da tenere d'occhio sarà **sicuramente la dinamica del mercato del lavoro**. Tradizionalmente, la teoria economica ha sostenuto un trade-off tra tasso di disoccupazione e inflazione (la teoria della Curva di Phillips). Tuttavia, negli anni, la validità di questo modello è stata messa in discussione. Durante il processo di ripresa dalla Grande Recessione, **nei mercati sviluppati la creazione di lavoro non si è realmente accompagnata a un'accelerazione proporzionale della crescita dei salari: la componente salariale ha probabilmente tenuto l'inflazione a livelli più bassi di quelli attesi**.



Fonte: Moneyfarm, Bloomberg, Economist

Il grafico sopra mostra come, nel corso degli anni, la relazione negativa tra disoccupazione e inflazione sia andata affievolendosi.

La ragione della debole crescita dei salari nelle economie sviluppate è stata argomento di ampio dibattito. Alcuni sostengono che la causa è da ricercare nello sviluppo tecnologico, altri attribuiscono la colpa ai trend demografici. Per altri ancora queste grandi tendenze di lungo periodo hanno un peso minore e **le ragioni per cui la relazione tra occupazione e inflazione sembra non funzionare più sarebbero da ricercare principalmente nella violenza inaudita dell'ultima crisi: una conseguenza, dunque, dell'attuale congiuntura economica**. In questo caso la curva di Phillips potrebbe essere ancora valida ma semplicemente più schiacciata, denotando un livello di correlazione tra occupazione e salari meno marcato ma comunque presente. **È possibile, quindi, che l'inflazione sia semplicemente in ritardo, che essa arriverà nel 2018 invece che nel 2017. Dopotutto, le aspettative sono per un'inflazione in crescita, seppur moderata.**

## QUALE EFFETTO SUI RENDIMENTI ATTESI?

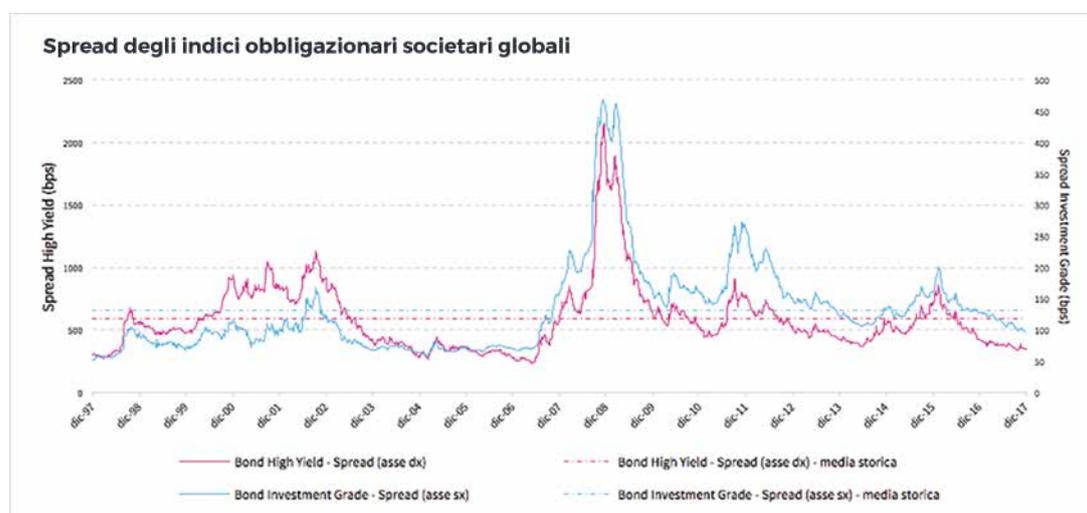
Per quanto riguarda l'asset allocation strategica, come si nota dal grafico a barre di pagina 5, **il rendimento atteso per le obbligazioni *Inflation Linked* (gli strumenti il cui andamento è legato all'inflazione) è più alto di quello dei corrispettivi bond nominali**. Questo si spiega essenzialmente con la minor sensibilità di questi ultimi ai movimenti del tasso nominale (a parità di scadenza, gli *Inflation Linked* presentano infatti una minor reattività al cambiamento dei tassi d'interesse) e con le aspettative di inflazione attualmente molto smorzate.

Il primo punto è particolarmente rilevante visto che anche noi, come molti altri, prevediamo un mondo caratterizzato da tassi in crescita.

Per quanto riguarda il secondo punto, attualmente i prezzi dei bond indicizzati all'inflazione incorporano aspettative più basse di quanto previsto dagli economisti e dalle banche centrali. **Se effettivamente l'inflazione tenderà a normalizzarsi, questo darà un rendimento aggiuntivo a questa asset class rispetto ai valori nominali.** Riteniamo quest'argomento ancora più pertinente per l'Eurozona, dove vediamo più possibilità di sorpresa al rialzo dell'inflazione rispetto agli Stati Uniti.

# OBBLIGAZIONI SOCIETARIE E DEI PAESI EMERGENTI

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, i fondamentali (tassi di *default*, metriche di profittabilità delle società, ecc.) rimangono solidi. Un contesto di tassi bassi e una discreta crescita economica ha favorito questa asset class che dal punto di vista del rendimento aggiustato per la volatilità è stata la vera regina degli ultimi anni. Tuttavia, dopo questa grande rincorsa, le valutazioni sono al momento piuttosto elevate. Se guardiamo infatti agli spread (grafico sotto), notiamo come essi si trovino a livelli molto bassi. Quando gli spread sono bassi, vuol dire che le valutazioni di partenza sono più alte.

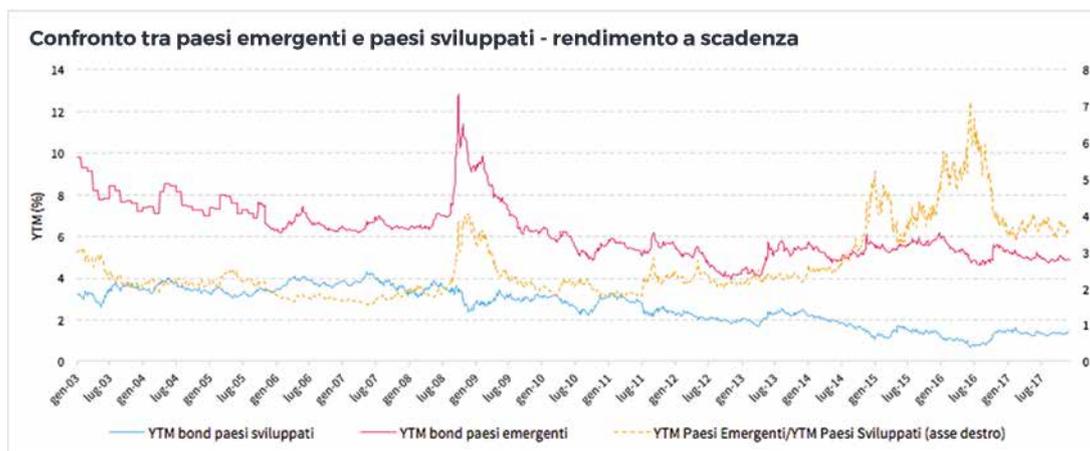


Fonti: Moneyfarm, Bloomberg, indici ICE BofAML

Il grafico sopra mostra l'andamento storico degli spread dei bond societari Investment Grade e High Yield. Entrambi sono ben al di sotto delle rispettive medie, indicando prezzi di partenza più alti.

Per questo motivo **l'asset allocation strategica prevede ritorni attesi più bassi rispetto al passato**. Come detto, il contesto caratterizzato da tassi bassi ha spinto gli investitori a prendere più rischio, e questo ha generato molta domanda non solo di azioni ma anche di bond societari, spingendo in basso gli spread e in alto le valutazioni. **A favore dei bond societari rema il contesto economico solido: non ci aspettiamo un immediato deterioramento dei fondamentali dovuti a uno shock economico.**

**Una storia simile vale anche per i bond governativi dei paesi emergenti. Il rendimento è vicino ai minimi storici, a fronte di fondamentali (in questo caso più macroeconomici) in miglioramento.** Se guardiamo alle prospettive strategiche di lungo termine, il debito emergente rimane comunque in una posizione migliore rispetto al resto del mondo obbligazionario. **Resta da considerare il rischio valutario ma per ora i flussi a sostegno delle valute sono incoraggianti e riflettono la correlazione positiva tra crescita globale e sentiment sui mercati emergenti.**



Il grafico sopra mostra l'andamento del rendimento a scadenza, a parità di durata dei bond (~10 anni), delle obbligazioni dei paesi emergenti e dei paesi sviluppati. Viene anche mostrata la profittabilità relativa delle economie sviluppate, che è ancora a livelli storicamente alti.

# AZIONARIO

**Le alte valutazioni a livello di price/earnings (prezzo delle azioni in rapporto agli utili) rendono le azioni storicamente care.** Anni di politiche monetarie espansive hanno spinto i corsi azionari ai massimi di sempre e sono relativamente poche le opportunità di investimento con valutazioni di partenza al di sotto della media storica.

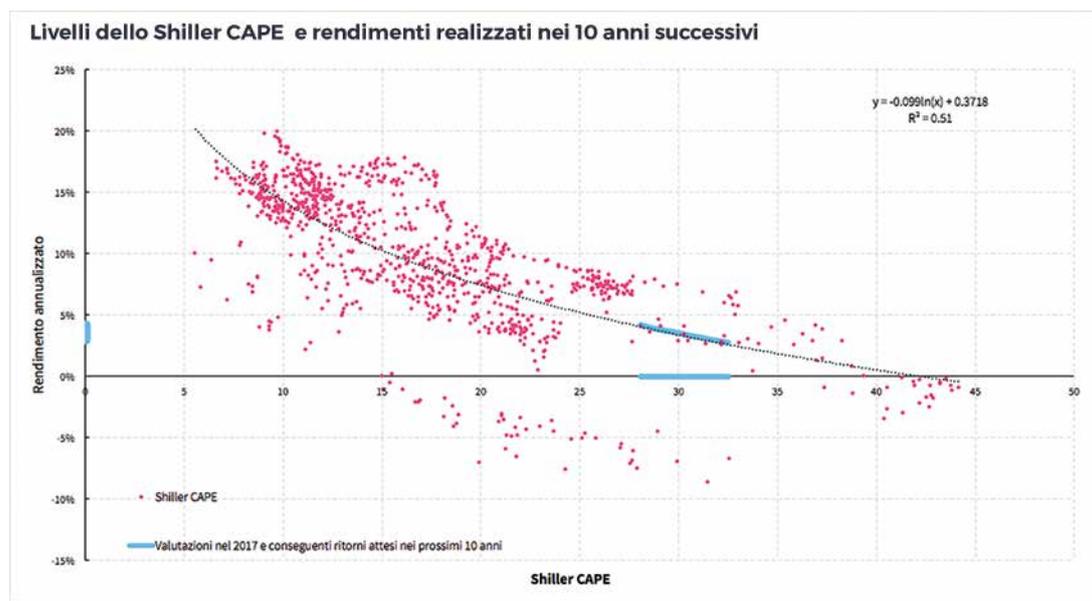


Seguendo questo ragionamento, notiamo che **i mercati emergenti presentano a oggi un miglior punto di partenza per il rendimento atteso, anche se ovviamente bisogna tenere conto della maggiore incertezza relativa a questa asset class.** Le caratteristiche sociali, demografiche e tecnologiche dei paesi di quest'area sono molto varie e in rapido mutamento. Nonostante ciò continuiamo a guardare con interesse a questa asset class.



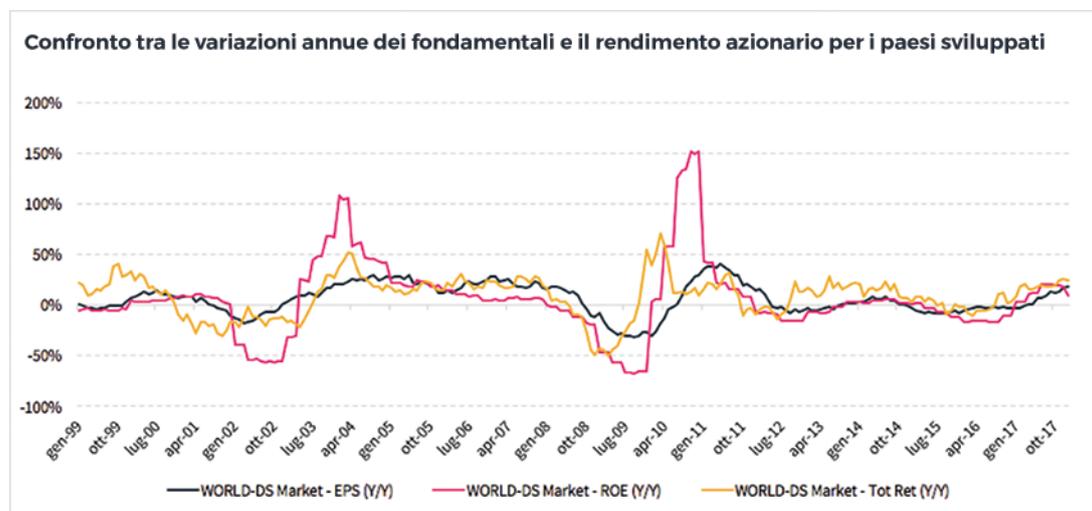
Il grafico sopra mostra i forward P/E (Prezzo/Utili attesi per i prossimi 12 mesi) per azionario in USA e paesi emergenti. Sebbene entrambi siano al di sopra della media storica, i paesi emergenti sono meno lontani da essa.

Se ad esempio guardiamo all'azionario statunitense, dove per l'S&P500 abbiamo dati disponibili dal 1927, notiamo come la relazione tra fondamentali e successiva performance delle azioni sia decrescente; in altre parole, più alte sono le valutazioni di partenza, minore è il rendimento che potremo attenderci nei successivi 10 anni.



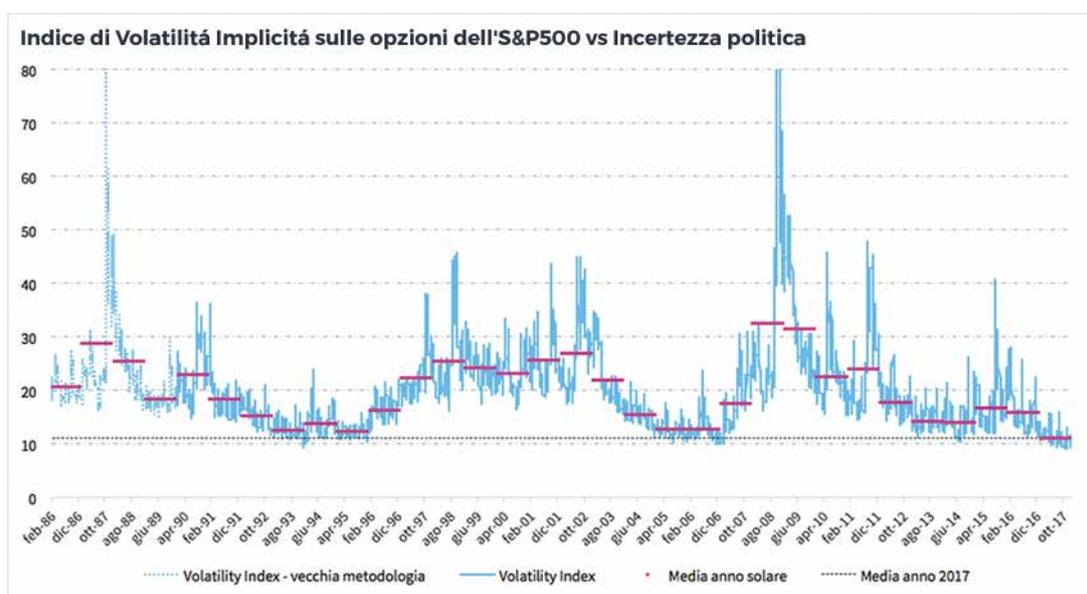
Il grafico sopra mostra la relazione storica tra lo Shiller CAPE e il rendimento medio annuo nei 10 anni successivi. In azzurro i livelli del 2017 e i rendimenti annuali impliciti per i prossimi 10 anni.

D'altro lato, notiamo come gli utili societari mostrino una solidità che non si vedeva dal 2009/2010. Con i multipli in espansione, **riteniamo che il vero carburante delle performance dell'anno scorso siano stati i profitti in crescita delle società. Crediamo che anche per il 2018 sarà fondamentale valutare il peso degli utili.**



Il grafico sopra mostra come, a livello di profittabilità (EPS) e redditività (ROE), le recenti performance azionarie positive siano giustificate da un miglioramento complessivo dei fondamentali.

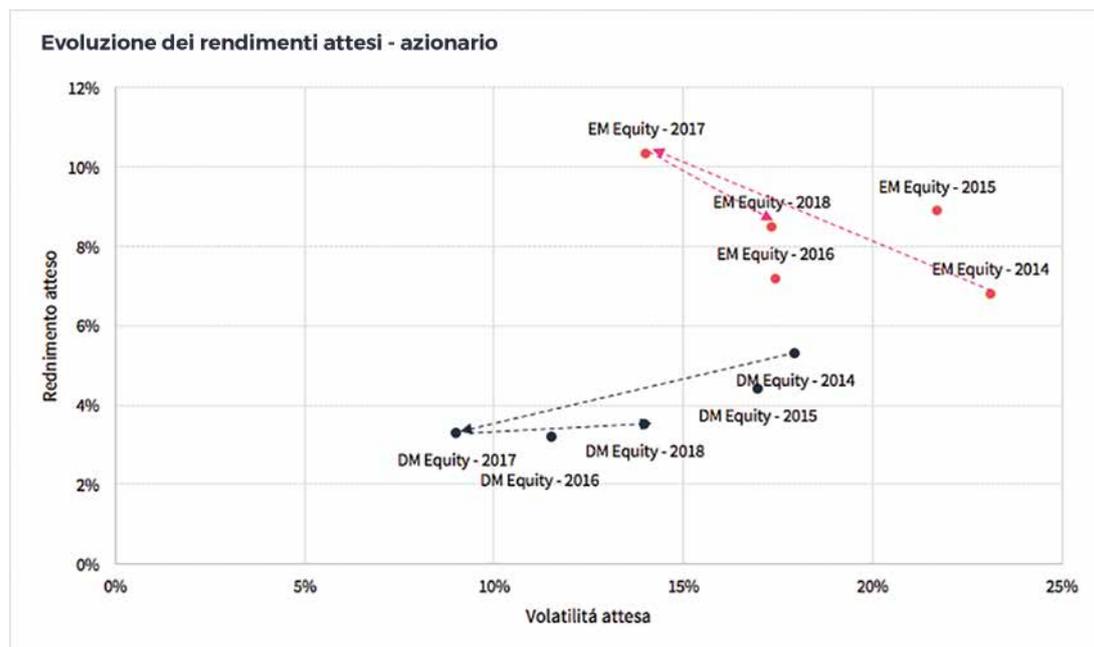
Un altro tema attuale sul versante azionario (e non solo) è la **volatilità molto bassa**. Come notiamo dal grafico, nel 2017 il VIX, il barometro del rischio, si è mosso attorno ai livelli più bassi di sempre. Dal grafico notiamo la volatilità crescere improvvisamente in corrispondenza di eventi come il crollo di mercato del 1987, la crisi del fondo Long Term Capital Management, la parabola delle dot-com, la crisi del 2007-08, la crisi dell'Eurozona e la svalutazione dello Yuan nell'agosto 2015. Dopo questi eventi l'indicatore è tornato a scendere, per poi rimanere su livelli bassi anche per periodi prolungati. **Riteniamo che la volatilità eccezionalmente bassa raggiunta quest'anno sia parte di un ciclo, come se ne sono già visti in precedenza (seppur mai con questa intensità)**. Per i prossimi anni è logico aspettarsi una variabilità dei rendimenti più alta rispetto al passato recente.



*Il grafico sopra mostra l'andamento dell'indice VIX negli ultimi 30 anni.*

Riportiamo nel grafico sotto l'andamento dal 2014 di ritorni e volatilità attesi per le due principali macro-aree economiche, paesi sviluppati (DM Equity) e mercati emergenti (EM Equity). Esso ben rappresenta alcune delle nostre convinzioni.

- **I mercati emergenti sovraperformeranno i mercati sviluppati**, seppur con una maggiore volatilità e rischiosità. Nonostante questo, il rendimento atteso previsto per i prossimi anni è diminuito rispetto al 2017.
- **Nonostante il recente rally, le aspettative di redditività per i mercati sviluppati non sono diminuite.** Il rendimento atteso di lungo periodo per il 2018 è leggermente più alto che nel 2017, trainato soprattutto dall'azionario europeo e nipponico.
- **La volatilità media nei prossimi anni tenderà ad aumentare, e questo si rifletterà in un peggioramento complessivo del profilo rischio/rendimento per l'asset class azionaria.**



Fonte: Moneyfarm

Il grafico sopra riassume la valutazione di Moneyfarm su rendimenti e volatilità attesi a 10 anni per le due principali macroaree geografiche dell'azionario (paesi sviluppati ed emergenti) a partire dal 2014.

# RISCHIO E ASSET ALLOCATION STRATEGICA

Il processo di Asset Allocation Strategica è focalizzato sul rischio tanto quanto lo è sui rendimenti attesi. Se è complesso prevedere il livello dei rendimenti nei prossimi 10 anni, altrettanto difficile è prevederne la rischiosità.

**Dopo 10 anni di interventi monetari senza precedenti da parte delle banche centrali globali, la volatilità, soprattutto quella dell'azionario, è al minimo storico.** I mercati azionari sembrano convinti che qualsiasi tendenza di vendita massiva genererà automaticamente una reazione delle autorità monetarie. Inoltre, grazie a un'inflazione generalmente controllata nei mercati sviluppati, le banche centrali sono riuscite a lasciare i tassi d'interesse a livelli bassi per lungo tempo.

Per come funziona il processo di Asset Allocation Strategica, livelli bassi di volatilità storica meccanicamente portano all'aumento dell'esposizione ad asset rischiosi al fine di provare a raggiungere i target di rischio.

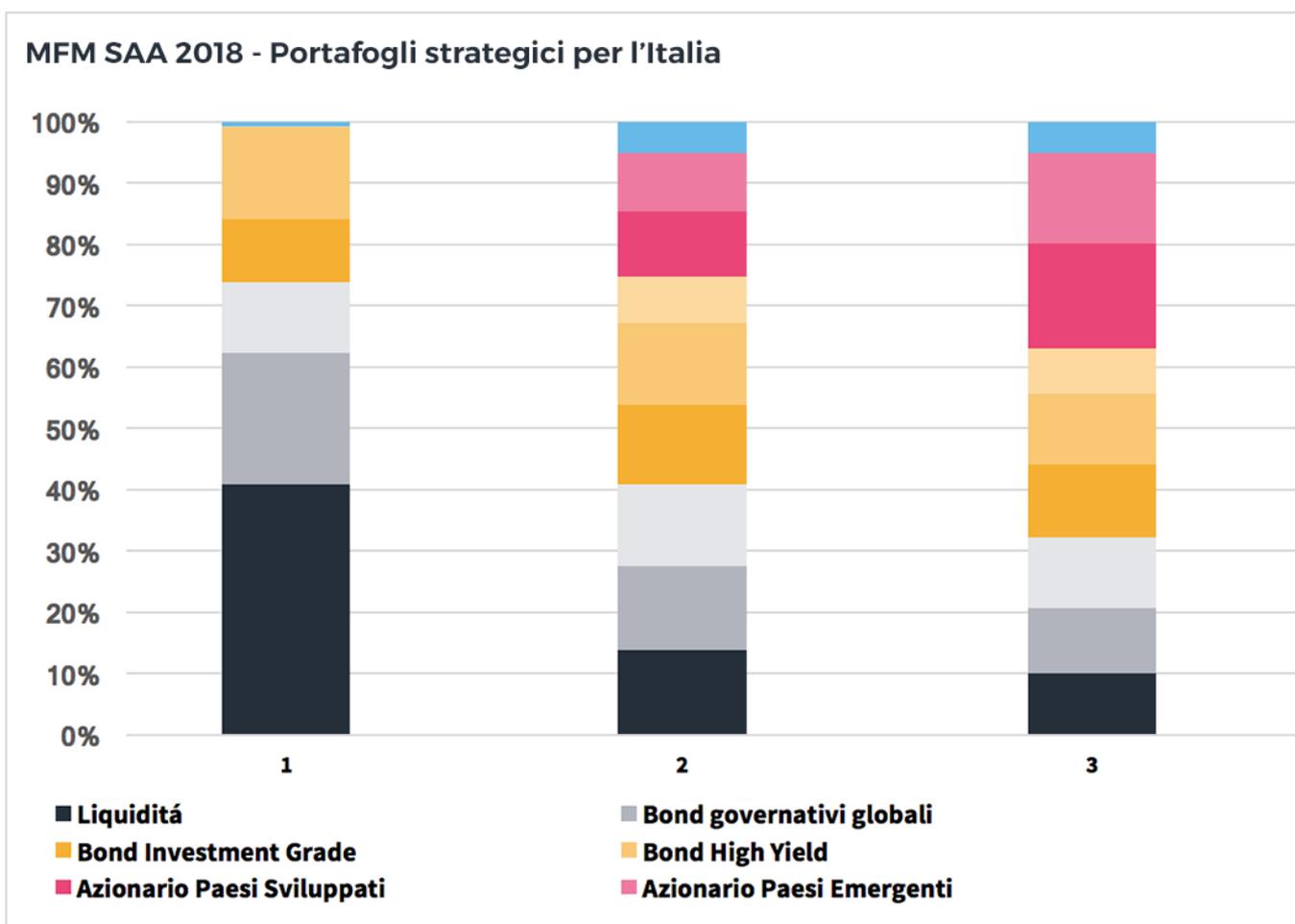
Una domanda chiave per il Comitato Investimenti è se la volatilità storica rappresenti un'indicazione della volatilità futura. Dopotutto il 2018 potrebbe essere l'anno in cui la politica monetaria inizierà a risultare meno invasiva nei paesi sviluppati. La Fed ha già cominciato ad alzare i tassi d'interesse; la Bce ha iniziato a ritirare alcuni dei propri stimoli e la ripresa dell'Eurozona sembra abbastanza robusta. In questo contesto, al fine di effettuare una valutazione prudente, l'AAS deve essere pensata considerando un range di scenari di volatilità, in alcuni casi introducendo anche vincoli per determinate asset class.

# DAI RENDIMENTI ATTESI AI PORTAFOGLI

**Fatte le stime su rendimenti e volatilità, abbiamo tutti gli elementi necessari per costruire i nostri portafogli strategici per il 2018.** Si tratta di scegliere un metodo per tradurre tutte queste informazioni nel peso che le asset class avranno all'interno dei portafogli. Anche in questo caso ci sono diversi sistemi quantitativi/statistici a disposizione.

Per identificare il portafoglio ottimale, Moneyfarm costruisce e utilizza una Frontiera Efficiente, un concetto legato alla Moderna Teoria di Portafoglio e fa riferimento a tutte quelle combinazioni di asset (portafogli) che, dati gli input disponibili, presentano il miglior rendimento atteso dato un determinato livello di rischio (rappresentato nel nostro motore di ottimizzazione dal *Conditional Value at Risk*).

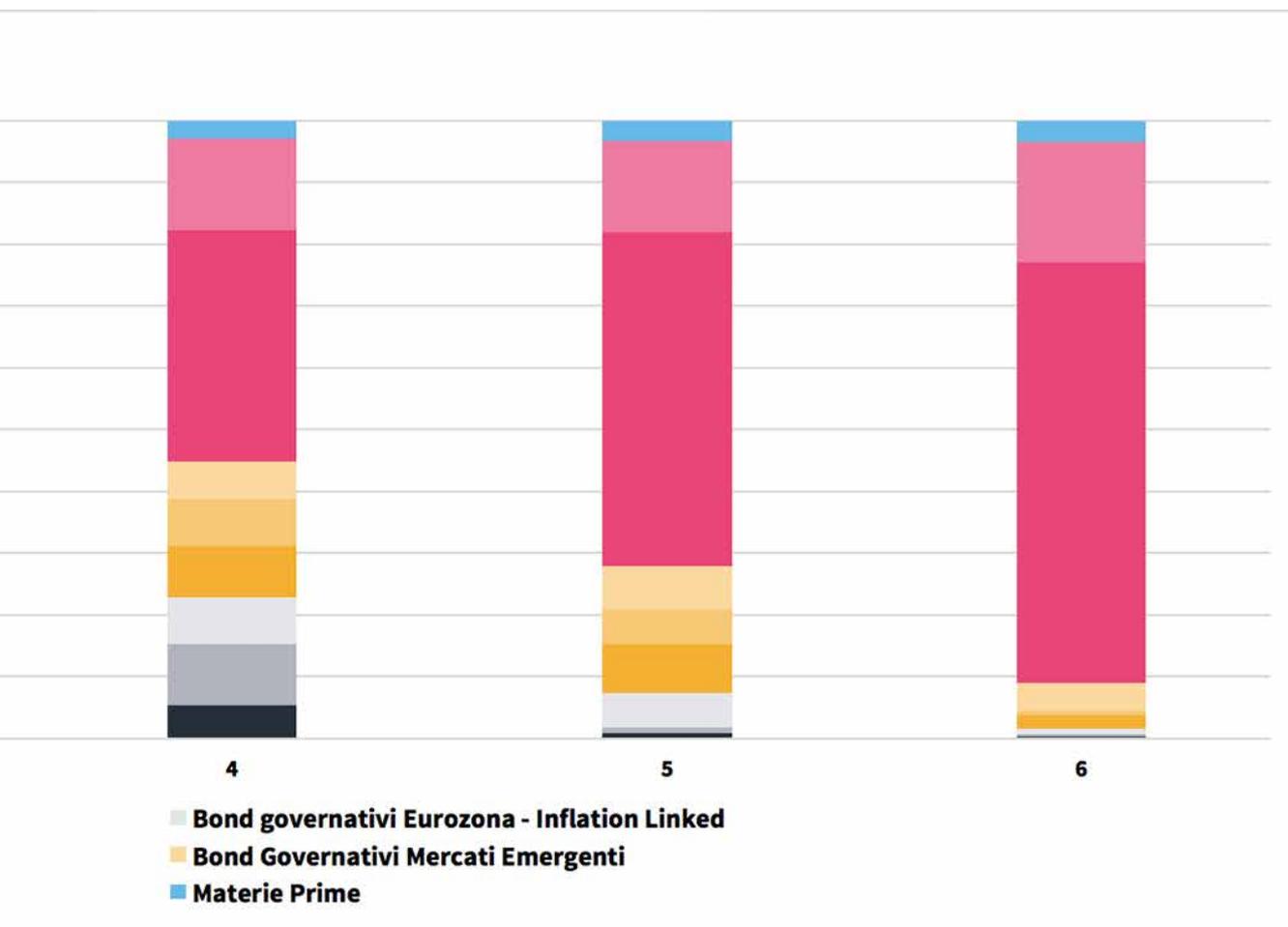
Tale approccio è molto sensibile anche a piccole variazioni degli input; nel corso degli anni, sono state proposte diverse possibili evoluzioni e modifiche a questo modello e abbiamo deciso di utilizzare alcune di esse. In particolare, abbiamo voluto trovare un algoritmo che rendesse la Frontiera Efficiente (e i nostri portafogli) più “resistenti” all’incertezza legata alla stima dei parametri di input, in particolare andando a selezionare quegli scenari che per gli input stessi si sono rivelati più avversi.



Una volta costruita questa Frontiera Efficiente più “robusta”, selezioniamo da essa sei allocazioni strategiche da cui derivano le nostre 12 linee di gestione, ovvero i 12 portafogli che rispettino il profilo di investimento e la propensione al 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. Come si nota dal grafico sotto, il processo nei portafogli più aggressivi (ovvero quelli con volatilità attesa più alta) mostra una forte propensione all’azionario, dettata anche dalla presenza di vincoli. I bond societari, sia *Investment Grade* che *High Yield*, hanno un peso minore rispetto agli anni passati, riflettendo quindi valutazioni molto tirate sia lato tasso d’interesse che spread.

L’AAS 2018 si base su due assunzioni chiave: che l’economia globale continuerà a crescere a un tasso positivo non inflazionistico; che qualsiasi politica restrittiva delle banche centrali che vedremo nei prossimi anni non causerà una dislocazione nella volatilità, nelle valutazioni (e nei prezzi) o negli utili.



fonte: Moneyfarm

# CONSIDERAZIONI FINALI

In definitiva ecco le nostre valutazioni finali:

- I rendimenti attesi sembrano relativamente bassi rispetto ai loro valori storici, in particolare per quanto riguarda il **comparto obbligazionario**. Anche **le attuali valutazioni azionarie** sono in media al di sopra dei valori di lungo periodo, questo impatta negativamente sulle aspettative dei rendimenti attesi per i prossimi 10 anni, anche se questo effetto si noterà principalmente sui paesi sviluppati.
- Le **modalità e i tempi della stretta monetaria cambieranno l'equilibrio tra domanda e offerta per quanto riguarda le obbligazioni governative** dei paesi sviluppati. La dinamica dei prezzi in crescita favorirà nei prossimi 10 anni gli strumenti indicizzati all'inflazione.
- Per quanto riguarda le obbligazioni societarie **i fondamentali rimangono solidi**. Tuttavia le valutazioni restano piuttosto elevate.
- **I bond governativi dei paesi emergenti hanno rendimenti vicini ai minimi storici, a fronte di fondamentali macroeconomici in miglioramento**. Nel lungo termine, il debito emergente rimane comunque in una posizione migliore rispetto al resto del mondo obbligazionario.
- Sull'azionario: i **mercati emergenti sovraperformeranno i mercati sviluppati**, seppur con una maggiore volatilità e rischiosità. **Le aspettative di redditività per questi ultimi non sono tuttavia diminuite. La volatilità media nei prossimi anni tenderà ad aumentare, e questo si rifletterà in un peggioramento complessivo del profilo rischio/rendimento per l'asset class azionaria.**
- **I nostri portafogli strategici sono costruiti attraverso tecniche quantitative avanzate e sviluppate in proprio dal nostro team di gestione. Siamo convinti che la diversificazione globale sia la chiave per generare profitti nel lungo periodo entro orizzonti di rischio controllati.**

# 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 o le materie prime.

## **CVaR o Conditional Value at Risk**

È una misura di rischio, che indica il valore atteso delle perdite di uno strumento finanziario nei x% peggiori scenari. A differenza del VaR, che è un punto della distribuzione dei rendimenti, il CVaR è una media degli scenari peggiori.

## **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 fatta tramite due strategie:

**Fisica:** l'ETF replica la performance dell'indice di riferimento semplicemente comprando nella giusta proporzione i titoli che ne fanno parte.

**Sintetica:** 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.

## **P/E o Price earnings**

Rappresenta il prezzo attuale di un'azione contro gli utili correnti per azione. Da un'idea di quanto il mercato stia prezzando quella particolare azione rispetto ai risultati societari.

## **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:

**Investment Grade:** Obbligazioni con rating elevato che offrono rendimenti più contenuti (Rating: AAA - BBB-/Aaa - 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: BB+ - C/ Ba1 - 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.

### **Shiller CAPE o Shiller Cyclical Adjusted Price to Earnings**

Misura il rapporto tra i prezzi correnti dell'indice azionario e la media degli utili aggiustata per l'inflazione degli ultimi dieci anni. Molto simile quindi alla più popolare misura del Price/Earnings, ma facendo riferimento a una media di lungo periodo fornisce misurazioni più stabili riguardo la sopra o la sottovalutazione di un paniere di azioni.

### **TER**

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, del compenso della banca depositaria e di altri oneri a carico del fondo.

### **VaR**

Il VaR (Value at Risk) è un valore utilizzato per il calcolo del rischio finanziario e di mercato di un titolo o di un intero portafoglio.

### **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 liquid prima della sua scadenza sul mercato secondario o 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.

Tutti i diritti sono riservati, compresi la traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione, la comunicazione al pubblico e la messa a disposizione con qualsiasi mezzo e/o su qualunque supporto (ivi compresi i microfilm, i film, le fotocopie, i supporti elettronici o digitali) nonché la memorizzazione elettronica e qualsiasi sistema di immagazzinamento e recupero di informazioni. Date le caratteristiche di Internet, Moneyfarm non è responsabile per eventuali variazioni di indirizzi e contenuti dei siti Internet menzionati.

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

**© 2018 MFM INVESTMENT Ltd - Italian Branch**

Tel. 02 450 76621 - Fax 02 450 76623 - info@moneyfarm.com - www.moneyfarm.com

Autorizzata e regolata da Financial Conduct Authority - Autorizzazione no. 629539

Fondo Nazionale di Garanzia n. ICE0004

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. 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 per i clienti informazioni per decidere di acquistare o sottoscrivere gli strumenti descritti. A tale scopo potrebbe essere necessario richiedere l'assistenza di un consulente finanziario.

Anche se Moneyfarm intraprende ogni ragionevole sforzo per ottenere informazioni da fonti che ritiene essere affidabili, non assicura in alcun modo che le informazioni contenute nel presente documento siano esatte o complete. Le opinioni espresse nel presente documento sono proprie dell'autore.

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



[moneyfarm.com](http://moneyfarm.com)

Scarica Moneyfarm sul tuo  
smartphone

