

# Ritorno totale

A colloquio con **Maurizio Vitolo**, amministratore delegato di **Consultinvest**

## Valore nelle valute

**È** uno dei problemi più complessi da gestire nell'asset management, ma quando si riesce a cogliere con chiarezza l'andamento delle valute è possibile ottenere un extrarendimento oltre a quello normale della gestione. Ovviamente, se si sbagliano alcune mosse, si ha il problema opposto: le oscillazioni delle monete possono abbattere i risultati di gestione. Ne abbiamo parlato con **Maurizio Vitolo**, amministratore delegato di **Consultinvest Sgr Spa**.

*Come pensate che cambieranno gli equilibri euro/dollaro alla luce dell'annuncio del tapering ?*

«Tecnicamente, viste le divergenze di rendimenti nominali fra gli Usa e l'Eurozona, la moneta unica dovrebbe indebolirsi. Quest'ultima appare anche sopravvalutata a parità di potere d'acquisto e senz'altro, in un contesto di ripresa globale, all'Europa una spinta derivante da una svalutazione farebbe comodo. Dall'altra parte, però, la Bce continua a operare una politica monetaria molto meno improntata alla liquidità nel sistema finanziario rispetto ad altre aree del mondo».



*Che cosa prevedete per il dollaro in generale?*

«I fondamentali del dollaro sono in qualche misura positivi: i deficit gemelli (disavanzo dello stato e saldo delle partite correnti) sono parzialmente migliorati negli ultimi anni. Resta il fatto che la posizione fiscale degli Usa è tuttora insostenibile, elemento che certo non è di buon auspicio per il biglietto verde. Inoltre pensiamo che comunque Janet Yellen si muoverà con i piedi di piombo: gli ultimi dati sull'andamento del mercato dei mutui non sono apparsi entusiasmanti e gli Stati Uniti non si possono permettere di inficiare adesso la loro ripresa immobiliare, per

cui anche il rialzo dei rendimenti del complesso obbligazionario made in Usa non può avere più di tanto spazio».

**Nelle valute sembra che sia in effetti una gara fra zoppi...**

«Sì, i paesi sviluppati, chi più chi meno, sono tutti in condizioni di difficoltà, tanto che spesso le divise che presentano rendimenti un po' più elevati, un mercato finanziario rifugio, un'economia più stabile o una combinazione di tutti o alcuni di questi elementi, vengono spinte a livelli di sopravvalutazione molto marcati. Pensiamo ad esempio a quanto è successo negli scorsi anni con il franco svizzero, il dollaro australiano o le monete scandinave».

**A questo punto è corretto parlare di guerra delle valute?**

«Sicuramente sì: i paesi sviluppati, che hanno tutti problemi economici, stanno facendo il possibile per cercare di far calare i corsi delle loro valute. È una corsa verso il basso in cui vince chi è più debole. Paradossalmente grandi nazioni, come il Giappone o gli Stati Uniti, si stanno comportando come faceva l'Italia alcuni anni fa che, appena vede-

## Profilo difensivo (orizzonte temporale 18-24 mesi)

### Sicurezza con brio

In questa delicata fase dei mercati non è facile per un risparmiatore muoversi con un livello di rischio basso; anche i titoli che fino a qualche anno fa venivano considerati totalmente sicuri, come i bond governativi tedeschi o statunitensi, oggi nascondono diverse incognite.

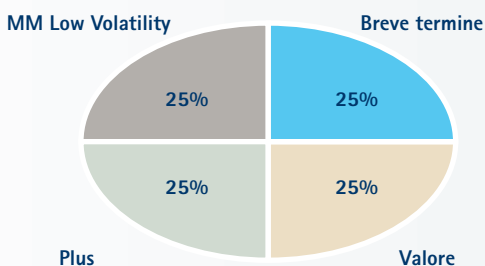
Per essere più concreti, un default dell'Italia e della Spagna avrebbe sicuramente conseguenze gravissime anche sulla Germania e acquisire titoli tedeschi non darebbe in assoluto questa grande sicurezza.

Fatta questa premessa indispensabile, è comunque possibile realizzare strategie che riducano al massimo il rischio e più precisamente si può:

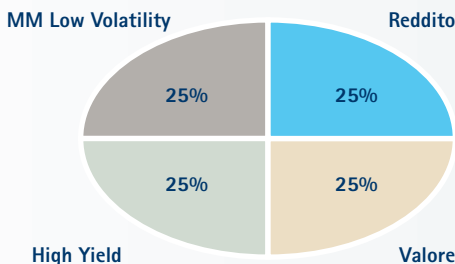
- investire in obbligazioni per il 95% del portafoglio; come abbiamo detto non c'è la sicurezza assoluta, ma con una forte componente di strumenti monetari e di liquidità, si può ragionevolmente salvaguardare il capitale;
- diversificare al massimo nella scelta degli asset, che sono composti da strumenti estremamente decorrelati tra loro;
- diversificare nella componente geografica: questa allocazione, infatti, garantisce una presenza sulle principali aree d'investimento mondiali con una maggiore esposizione all'area euro;
- utilizzare una componente marginale in azioni (circa il 5%) che permette di incrementare il rendimento dell'investimento, che con un portafoglio solo obbligazionario e di liquidità resterebbe molto modesto.



| Dati rischio/rendimento                   |       |
|---|-------|
| Rendimento % dall'1/10/2013 al 31/12/2013 | 2,0%  |
| Deviazione standard (un anno)             | 3,5%  |
| Indice di Sharpe (un anno)                | 0,9%  |
| Percentuale di portafoglio                |       |
| Azioni                                    | 2,0%  |
| Obbligazioni                              | 71,0% |
| Altro                                     | 3,1%  |
| Liquidità                                 | 23,9% |



| Dati rischio/rendimento                   |       |
|---|-------|
| Rendimento % dall'1/10/2013 al 31/12/2013 | 2,5%  |
| Deviazione standard (un anno)             | 4,4%  |
| Indice di Sharpe (un anno)                | 0,7%  |
| Percentuale di portafoglio                |       |
| Azioni                                    | 2,3%  |
| Obbligazioni                              | 75,4% |
| Altro                                     | 2,9%  |
| Liquidità                                 | 19,4% |



## Profilo equilibrato (orizzonte temporale 24-36 mesi)

### Forza e controllo continuo

Il portafoglio è investito in obbligazioni per circa il 90% degli asset. Sono presenti anche strumenti a bassa volatilità e azionari. Gli asset investiti sono fortemente diversificati e composti da sottostanti estremamente decorrelati tra loro. Questa strategia ampiamente prudente è improntata al continuo controllo del rischio con l'obiettivo di creare per il risparmiatore valore continuo nel tempo. Con l'investimento nel comparto Plus (25%) il cliente ha accesso a un diversificato portafoglio obbligazionario di emittenti appartenenti a tutte le principali aree geografiche abbinato a una strategia su indici e tassi di interesse finalizzata a incrementare il rendimento obbligazionario mantenendo una volatilità controllata e senza alcun rischio valutario.

Questa allocazione consente anche una presenza in regioni di importanza minore quali l'Africa e l'Est Europeo; attualmente il comparto investe prevalentemente in titoli dell'area euro e può operare in tutte le classi di investimento.

La politica del fondo è volta a perseguire rendimenti assoluti.

La componente obbligazionaria, che troviamo concentrata nei comparti Reddito (25%) e High Yield (25%), è composta da tutte le principali tipologie di emissione: titoli governativi, titoli indicizzati all'inflazione, titoli corporate caratterizzati da robusta solidità e titoli governativi emessi dai paesi emergenti.

L'utilizzo del comparto Low Volatility (25%) permette di accedere all'esperienza dei migliori gestori e delle loro competenze per ottenere un'efficiente combinazione di differenti metodologie di gestione: questi si sono distinti per qualità e continuità dei risultati, persistenza delle performance e trasparenza nelle comunicazioni.

## Profilo dinamico (orizzonte temporale 36-48 mesi)

# Diversificare in tutto il mondo

Il portafoglio è investito prevalentemente in fondi obbligazionari e azionari. Gli asset investiti sono fortemente diversificati e composti da strumenti estremamente decorrelati tra loro; questa strategia ci permette di contenere le misure di rischio e creare valore continuo nel tempo. Con l'investimento nei comparti Consultinvest il cliente ha accesso a tutti i principali mercati finanziari mondiali. Questa allocazione garantisce infatti una presenza geografica sulle principali aree geografiche (America, Europa e Asia e in regioni di importanza minore quali l'Africa e l'Est Europeo). È prevista anche una presenza in tutte le classi di investimento.

L'utilizzo del comparto Low Volatility (20%) permette di accedere all'esperienza dei migliori gestori e delle loro competenze per ottenere un'efficiente combinazione di differenti metodologie di gestione. Il comparto Multimanager Opportunities (20%) adotta una particolare e innovativa metodologia di gestione che consente di beneficiare dell'andamento positivo dei mercati azionari, con strumenti di protezione che consentono di evitare le repentine inversioni di trend. Il comparto Multimanager Flex (20%) si caratterizza per un approccio flessibile che ben si abbina alla volatilità dei mercati azionari degli ultimi anni, il fondo seleziona i migliori gestori internazionali combinati per competenze, persistenza dei risultati, qualità degli asset e solidità patrimoniale. Il comparto High Yield (20%) si rivolge a chi cerca un'alternativa ai titoli di debito tradizionali, che offra un maggiore rendimento a fronte di un rischio tenuto costantemente sotto controllo mediante un'ampia diversificazione tra asset class e caratteristiche dei titoli selezionati, che presentano una scarsa correlazione con i titoli azionari e obbligazionari tradizionali. La politica di investimento si concentra sull'evoluzione dei tassi di interesse e delle valute, oltre che sulla qualità degli emittenti.

Il comparto Reddito (20%) è uno strumento in grado di produrre una continua e graduale crescita del capitale, senza essere vincolato da repentine oscillazioni dei mercati. I rischi sono contenuti attraverso una buona diversificazione degli attivi e della gestione della duration; il fondo presenta un andamento storico di assoluta eccellenza.

## Profilo opportunità (orizzonte temporale 48-60 mesi)

# Osare, ma con giudizio

Il portafoglio privilegia l'investimento nella componente azionaria; l'insieme dei fondi che costituiscono il portafoglio è di assoluta flessibilità.

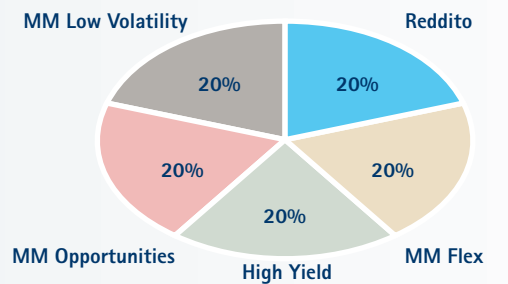
Gli asset investiti sono fortemente diversificati e composti da strumenti estremamente decorrelati tra loro. Questa strategia permette di contenere le assunzioni di rischio e creare valore continuo nel tempo.

L'utilizzo del comparto Low Volatility (20%) dà la possibilità di accedere all'esperienza dei migliori gestori e delle loro competenze per ottenere un'efficiente combinazione di differenti metodologie di gestione; il comparto Multimanager Opportunities (20%) permette di beneficiare dell'andamento positivo dei mercati azionari sia pure con livelli di protezione che consentono di evitare le repentine inversioni di trend, analizzando in dettaglio la specializzazione e lo stile di gestione degli strumenti adottati dai gestori selezionati. Il comparto Multimanager Flex (20%) si caratterizza per un approccio flessibile che ben si abbina alla volatilità dei mercati azionari.

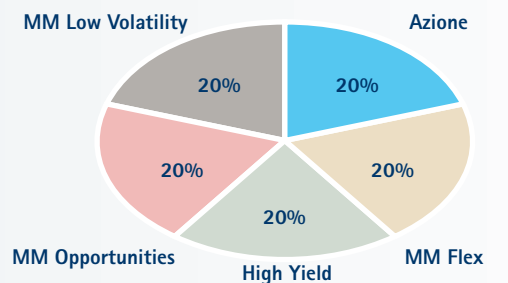
Il posizionamento nel comparto Azione (20%) permette, tramite un'attenta selezione dei titoli sottostanti, di beneficiare dei risultati delle migliori aziende europee. Infine il comparto High Volatility (20%); il fondo investe senza vincoli di area geografica, con il limite del 30% nei Paesi Emergenti. La politica di investimento e la conseguente scelta degli Oicr si basa per la componente azionaria sull'analisi delle probabili evoluzioni delle principali variabili macroeconomiche; per la componente obbligazionaria, sulle dinamiche dei tassi di interesse e dei cambi oltre che sulla qualità degli emittenti. Nella selezione degli strumenti finanziari in valuta estera viene tenuto in considerazione il fattore rischio di cambio.



| Dati rischio/rendimento                   |       |
|---|-------|
| Rendimento % dall'1/10/2013 al 31/12/2013 | 2,0%  |
| Deviazione standard (un anno)             | 4,8%  |
| Indice di Sharpe (un anno)                | 0,4%  |
| Percentuale di portafoglio                |       |
| Azioni                                    | 5,5%  |
| Obbligazioni                              | 70,0% |
| Altro                                     | 4,5%  |
| Liquidità                                 | 20,0% |



| Dati rischio/rendimento                   |       |
|---|-------|
| Rendimento % dall'1/10/2013 al 31/12/2013 | 1,9%  |
| Deviazione standard (un anno)             | 6,1%  |
| Indice di Sharpe (un anno)                | 0,5%  |
| Percentuale di portafoglio                |       |
| Azioni                                    | 22,4% |
| Obbligazioni                              | 53,2% |
| Altro                                     | 4,5%  |
| Liquidità                                 | 19,9% |





va la convenienza, svalutava la lira. Oggi trovarsi di fronte le più grandi potenze del mondo che si muovono alla stessa maniera lascia un po' stupiti. Forse è rimasta solo la Germania a volere una valuta forte».

#### **Come vedete invece lo yuan cinese?**

«La Cina nello stesso tempo sta aprendo gradualmente i propri mercati finanziari agli investitori stranieri e sta operando un giro di vite sul sistema bancario locale, gravato da un crescente numero di sofferenze specialmente verso enti locali, aziende di stato e settore immobiliare. Si tratta di due fenomeni contraddittori, che insieme dovrebbero portare a un ammodernamento delle infrastrutture finanziarie cinesi, passando però per un rallentamento della crescita e a uno sgonfiamento del livello degli asset cinesi, che certo non favorisce lo yuan. Per il momento questa divisa continua comunque nel suo processo di lenta rivalutazione verso il dollaro. Anche se va detto che ormai questa moneta non è più vistosamente sottovalutata come quattro-cinque anni fa».

#### **Coprite il rischio di cambio?**

«Potrei rispondere "a volte", ma vorrei andare più nel dettaglio: se i nostri modelli, che sono in perenne ottimizzazione da oltre 20 anni, ci evidenziano un forte segnale di acquisto su un particolare titolo e non è possibile acquistarlo in euro, passiamo a una seconda fase di analisi che tiene conto di tutta una serie di fattori tecnici. Per ultimo e per completare la ricerca, valutiamo i motivi di turbativa socio/politica dello stato in questione e, se tutte queste variabili sono positive, allora ci esponiamo oltre che sul titolo anche sulla valuta».

#### **Non c'è il pericolo che eventuali svalutazioni monetarie possano mangiare tutti i guadagni ottenuti dalla gestione dei titoli?**

«Questo è da sempre il problema di tutti i gestori, ma oggi gli strumenti di copertura sono tanti e tali da garantire buone soglie di sicurezza. Noi preferiamo anche coprirci con quote di portafoglio che producano reddito indipendentemente dall'andamento della valuta; il rischio di erosione dell'utile comunque permane».

#### **Voi avete una discreta presenza sugli emergenti, sia bond, sia azionari. Non c'è il pericolo che le monete di questi paesi siano troppo volatili?**

«In effetti nell'ultimo anno la volatilità è esplosa. Anche qui vanno fatte le dovute riflessioni: un cosiddetto paese emergente non può essere considerato a rischio, se tutti i dati prodotti e le aspettative future sono già perfettamente tracciati da una linea di crescita precisa: noi non investiamo in indici rappresentativi di tutte le valute e preferiamo fare un'attenta analisi anche delle aree dove si sviluppa il business delle aziende su cui investiamo».

#### **In questo contesto delle monete, in quale modo si comporta una gestione di fondi come la vostra che ha un'ampia diversificazione internazionale?**

«I nostri prodotti beneficiano di particolari attenzioni verso il rischio dei cambi; normalmente preferiamo investire in quelle economie che dimostrano di avere un buon equilibrio tra debito pubblico e Pil e che sia sostenibile nel tempo grazie a legislazioni stabili».

## Il tema del mese

# Il VaR questo sconosciuto

**A cura di Enrico Vaccari, membro del team di gestione di Consultinvest**

Il VaR (Value at Risk) viene definito come la perdita massima che uno strumento finanziario (o un portafoglio di strumenti finanziari) può subire in uno specifico orizzonte temporale (giorno, mese, anno), dato un certo intervallo di confidenza, cioè la percentuale entro la quale la stima della perdita si considera valida. Il VaR applicato ai fondi Consultinvest è proiettato su base mensile e ha un intervallo di confidenza pari al 99%. Ciò significa che nell'1% dei casi esiste la possibilità di subire una perdita superiore a quella stimata.

Questo indicatore di rischio che, tuttavia, deve essere considerato come un elemento sintetico del rischio e non come una garanzia di protezione del capitale entro i livelli rappresentati, assume particolare rilevanza per i portafogli "flessibili", ovvero quelli che non hanno un benchmark dichiarato nel Prospetto informativo in quanto mirano a generare rendimenti "assoluti". L'approccio gestionale dei portafogli "flessibili", infatti, è orientato a massimizzare il rendimento atteso nei limiti del budget di rischio predefinito

e al contempo minimizzare la probabilità di conseguire performance negative superiori al limite indicato dal Prospetto informativo (VaR).

Oltre ai valori soglia di VaR definiti nel Prospetto informativo, il Consiglio di amministrazione può talvolta stabilire parametri maggiormente stringenti, in relazione all'andamento del mercato e all'evoluzione attesa dello stesso.

La funzione di risk management verifica, nel continuo, il rispetto dei livelli soglia di VaR dei fondi e relaziona al team di gestione e al Consiglio di amministrazione circa i controlli effettuati.

La piattaforma utilizzata da Consultinvest per il calcolo del VaR e il monitoraggio del rischio in senso lato è Bloomberg, una delle piattaforme maggiormente utilizzate a livello internazionale. La metodologia utilizzata è la Monte Carlo, che consente di catturare correttamente il rischio di mercato anche in presenza, all'interno del portafoglio, di strumenti derivati con payoff non lineare (opzioni). Nel prossimo numero vedremo quali sono gli accorgimenti operativi utilizzati da Consultinvest per rendere efficace questa strategia di limitazione del rischio.



*Continua  
nel prossimo numero*