

# Ritorno totale

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

## Gli emergenti giusti

**V**a di moda da circa un anno parlare male dei mercati emergenti e i recenti avvenimenti in Russia non hanno certo migliorato la reputazione di queste economie. In realtà il discorso è molto più complesso e oggi in questo settore l'ampiezza dell'offerta è tale che è diventata indispensabile la capacità di scegliere le asset class e i paesi migliori, trascurando quelli che presentano i maggiori pericoli. Il tempo in cui tutto andava su o tutto andava giù sembra tramontato definitivamente. Ne abbiamo parlato con **Maurizio Vitolo**, amministratore delegato di **Consultinvest Sgr Spa**.

*Cominciamo da uno dei temi presenti su questo numero di Investire: le obbligazioni dei paesi emergenti. Che cosa pensa di questa opportunità*

«Fino ad un anno fa, tutti concordavano che il mondo economico si sarebbe salvato grazie alla crescita degli emerging market; oggi molti di quegli analisti hanno cambiato visione e diversi asset manager hanno venduto valute, azioni e obbligazioni in parallelo all'aumentare della volatilità, comprimendo i prezzi fino a farli diventare molto attraenti soprattutto per i bond. Occorre quindi fare un'importante premessa:

la globalizzazione non consente più di scindere perfettamente tra aree economiche sviluppate e quelle in via di sviluppo, tanto che l'85% delle multinazionali produce oltre il 40% degli utili nelle regioni cosiddette emergenti. Ciò crea una forte interdipendenza tra paesi sviluppati ed emergenti, nonostante un ritorno dell'instabilità e dei conflitti a livello politico».

*Si può cominciare a parlare di una ripresa al di fuori delle aree sviluppate?*

«La situazione all'interno delle varie asset class e dei differenti mercati è molto diversa e, di conseguenza, anche l'andamento nei prossimi mesi risulterà assai variegato. Non possiamo certo aspettarci una ripresa generalizzata: basti pensare che il migliore rapporto mondiale debito/Pil è di Russia, Cina, Indonesia, Turchia, Messico, Sudafrica e Brasile; al tempo stesso però è fondamentale sottolineare che gli investitori sono ben consci che questa non è l'unica chiave di lettura. Uno dei fenomeni più analizzati è il tasso di profiltratura demografica. Il motivo è socio/statistico: i giovani sono più propensi a spendere in quei settori a più forte innovazione, al contrario dei paesi occidentali dove la popolazione ha un'età media molto avanzata con conseguente contrazione dei bisogni e quindi dei consumi».



*Lei ha posto l'accento proprio sull'obbligazionario dei paesi emergenti; perché?*

«Credo che il debito dei mercati emergenti offra interessanti opportunità di rendimento, con notevoli anomalie di valutazione rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati. Molte economie hanno robusti tassi di crescita e solidi fondamentali, con bassi livelli di debito, rispetto ai mercati sviluppati, oltre a un costo del lavoro competitivo. Inoltre i bond dei mercati emergenti offrono agli investitori la prospettiva di rendimenti più stabili rispetto a quelli più volatili dei mercati azionari. Con l'applicazione di una disciplinata strategia di gestione attiva, oltre che con un portafoglio diversificato per emittenti sovrani e societari di titoli a breve scadenza, si riduce significativamente il rischio di bassa performance o peggio di default da parte di un singolo debitore. La nostra storia ci insegna che questo approccio porterà anche un interessante livello di reddito rispetto ai portafogli focalizzati esclusivamente sui titoli di stato».

*Segue a pagina 4*

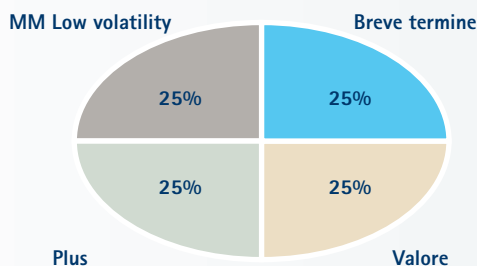


#### Dati rischio/rendimento

|                                       |      |
|---------------------------------------|------|
| Rendimento % dal 01/10/13 al 31/03/14 | 3,6% |
| Deviazione standard (un anno)         | 3,1% |
| Indice di Sharpe (un anno)            | 1,5% |

#### Percentuale di portafoglio

|              |       |
|--------------|-------|
| Azioni       | 2,0%  |
| Obbligazioni | 75,7% |
| Altro        | 1,8%  |
| Liquidità    | 20,5% |



## 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.

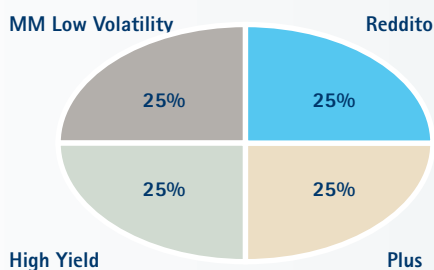


#### Dati rischio/rendimento

|                                       |      |
|---------------------------------------|------|
| Rendimento % dal 01/10/13 al 31/03/14 | 5,3% |
| Deviazione standard (un anno)         | 4,2% |
| Indice di Sharpe (un anno)            | 1,3% |

#### Percentuale di portafoglio

|              |       |
|--------------|-------|
| Azioni       | 2,2%  |
| Obbligazioni | 78,2% |
| Altro        | 1,4%  |
| Liquidità    | 18,2% |



## 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 abbinata 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.

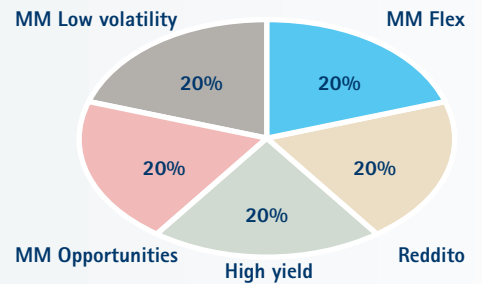
Gli asset investiti sono fortemente diversificati e composti da strumenti estremamente decorrelati tra loro. Questa strategia permette di contenere le assunzioni di rischio e creare valore continuo nel tempo.

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.

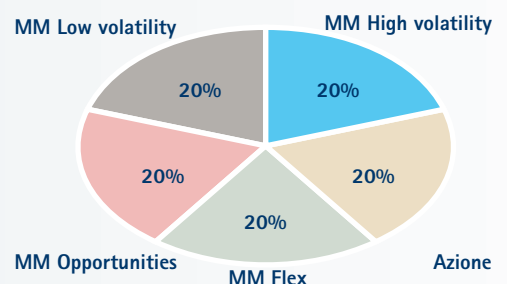
Il posizionamento nel comparto Azione (20%) permette, tramite un'attenta selezione dei titoli sotto-stanti, di beneficiare dei risultati delle migliori aziende europee. Infine il comparto High Volatility (20%): il fondo investe senza vincoli di area geografica, con il limite del 30% nei Paesi Emergenti. 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 % dal 01/10/13 al 31/03/14 | 4,2%  |
| Deviazione standard (un anno)         | 4,9%  |
| Indice di Sharpe (un anno)            | 0,7%  |
| Percentuale di portafoglio            |       |
| Azioni                                | 5,3%  |
| Obbligazioni                          | 74,8% |
| Altro                                 | 2,2%  |
| Liquidità                             | 17,8% |



| Dati rischio/rendimento               |       |
|---------------------------------------|-------|
| Rendimento % dal 01/10/13 al 31/03/14 | 4,0%  |
| Deviazione standard (un anno)         | 6,3%  |
| Indice di Sharpe (un anno)            | 0,7%  |
| Percentuale di portafoglio            |       |
| Azioni                                | 20,9% |
| Obbligazioni                          | 58,1% |
| Altro                                 | 2,2%  |
| Liquidità                             | 18,8% |



**Anche la copertina di Investire è dedicata a un emergente, nello specifico la Russia. Ritiene che sia interessante, nonostante le gravi perturbazioni politiche?**

«La Russia, oltre a essere un membro dei Brics, rappresenta una realtà cruciale per tutto il mondo. Basti pensare alla sua importanza come fornitore globale di risorse naturali e alla sua interconnessione con il sistema finanziario planetario, senza contare ovviamente le sue enormi dimensioni e i suoi asset militari. In poche parole il mondo non può permettersi uno scontro aperto con un paese così importante, il quale al contempo non può prescindere dall'integrazione con la comunità internazionale. Inoltre, in un momento come questo, dove le speranze di continuazione del bull market degli asset rischiosi poggiano sul concretizzarsi di una vera ripresa in Usa e in Europa, non ci si può certo permettere di affrontare una crisi dalle conseguenze che sfuggono alla valutazione dei più. Al tempo stesso, come spesso accade in questi frangenti, le paure irrazionali del genere umano generano potenziali occasioni di acquisto: magari fra qualche anno ci volteremo indietro stupiti del fatto che gli asset russi quotassero a un livello così contenuto».

**Russia significa anche e soprattutto petrolio e gas: secondo lei continuerà negli anni il ruolo strategico di queste due materie prime energetiche?**

«Purtroppo sì, anche se il piano energetico nazionale prevede un continuo spostamento verso le energie alternative. L'intento della Commissione europea è allineare entro il 2020 i prezzi all'ingrosso ai livelli continentali per tutte le fonti energetiche: elettricità, gas e carburanti. Si prevede una diminuzione di circa 14 miliardi di euro all'anno di fattura energetica estera, rispetto ai 62 miliardi attuali, con la riduzione dall'84% al 67% della dipendenza dall'estero, grazie a efficienza energetica, aumento della produzione delle rinnovabili, minore importazione di elettricità e maggiore produzione di risorse nazionali».

**L'attuale instabilità politica non rischia di riflettersi pesantemente sui portafogli dei risparmiatori? È ancora il caso di puntare sugli asset più rischiosi come gli azionari?**

«Nell'universo dei paesi emergenti esistono grandi disparità tra le prospettive delle singole economie, offrendo ai gestori attivi notevoli possibilità di aggiungere valore attraverso la selezione del paese e della singola società. La dinamica dei tassi che si è sviluppata negli ultimi due anni ci obbliga a prendere in seria considerazione tutte le asset class, anche quelle apparentemente più rischiose, quali le azioni. Nel panorama finanziario internazionale ci sono opportunità diverse dalle azioni con rendimenti in alcuni casi decisamente migliori. La mia convinzione è che il mercato abbia iniziato a fare la "Grande Selezione": oggi e nel prossimo futuro bisognerà analizzare e monitorare con attenzione l'andamento macro e mini-economico, per fare scelte sagge e ponderate».

**Per scendere sempre più nell'operativo, quali sono le vostre strategie di gestione sugli emerging?**

«Noi non abbiamo diverse strategie per i singoli mercati, preferiamo avere un approccio sempre critico e molto attento per qualsiasi settore e/o economia, strutturando per singolo asset il modello più efficiente possibile e ottimizzandolo in funzione dell'andamento dei sottostanti».

**Come valuta il rischio di cambio dei mercati emergenti?**

«Questa è una domanda insidiosa come del resto lo sono le valute: in questi anni ci siamo resi conto che non bisogna mettersi contro le banche centrali, veri attori del mercato valutario. Il nostro approccio prevede una sterilizzazione del rischio di cambio compensandolo col migliore rapporto sul rendimento dei sottostanti».

## Il tema del mese

# Diversificare e decorrelare

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

**L**a diversificazione in un'allocazione di portafoglio è quell'attività che porta a investire la liquidità disponibile in una pluralità elevata di strumenti finanziari e di emittenti. Essa serve a evitare che eventuali singole operazioni non performanti impattino in modo significativo sul valore complessivo del portafoglio.



La correlazione invece è un concetto statistico e misura la capacità dei prezzi (e quindi dei rendimenti) di investimenti differenti di muoversi nel tempo in modo sincrono: due asset class si dicono correlate quando una delle due sale di valore e l'altra la segue; se invece una cresce mentre l'altra scende o sta ferma, si dicono decorrelate. La correlazione può così avere diverse gradazioni che teoricamente spaziano dal -100% (decorrelazione perfetta) al +100% (correlazione perfetta), passando per lo 0%, che significa che hanno comportamenti indipendenti tra loro nel tempo.

Le strategie d'investimento flessibili e/o bilanciate ricercano attivamente non solo la diversificazione degli strumenti e degli emittenti, ma anche un discreto livello di decorrelazione tra questi. Infatti la presenza di decorrelazione favorisce la stabilità della performance nel tempo, assicurando che uno o più investimenti presenti non trascinino l'intero valore del portafoglio al ribasso.

Mentre la ricerca della diversificazione è un'attività tutto sommato facile da realizzare, la ricerca di una buona decorrelazione è molto difficile: è vero che l'analisi quantitativa ci evidenzia il puntuale andamento storico, ma è altrettanto indubbio che bisogna sapere individuare i cicli economici riconducibili ai sottostanti prescelti. Questa strategia richiede elevatissimi livelli di professionalità, soprattutto per come si sono comportati i mercati globali negli ultimi anni. Infatti l'interventismo delle banche centrali, con le loro iniezioni di liquidità, ha drogato i mercati e ridotto in modo molto forte sia la volatilità sia la decorrelazione tra tutte le asset class, oltre che tra gli stessi mercati finanziari, facendoli crescere in modo indistinto e sincrono.

*Segue nel prossimo numero.*