



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Asset management: utilizzo e composizione di portfoli All Weather

Relatore

Prof. Alfredo Pallini

Candidato

Nicolò Valentini

INDICE

Indice	3
Introduzione	7
 <u>Capitolo 1</u>	
Ciclo Economico	8
• Analisi intramarkets e correlazioni • Ciclo economico con Stock, bond e gold	
Le fondamenta di un portafoglio: obiettivi, rischio, rendimento e orizzonte temporale	9
Come si costruisce un portafoglio	10
Asset allocation strategica e tattica	13
Gestione attiva e gestione passiva	15
Gestione passiva, tre diverse strategie: Buy & hold, constant mix, constant proportion	16
Gestione Attiva, tre diverse strategie: market timing, security selection, value, growth	17

Capitolo 2

Gli ETF	19
Definizione	19
Modalità di replica degli ETF	21
Le principali tipologie di Exchange Traded Fund	22
Gli ETF strutturati	22
Gli ETF con strategia di leva finanziaria	23
Gli ETF con strategia di short selling	23
Il costo degli ETF	24
Costi interni degli ETF	24
Costi esterni degli ETF	25
Il tracking error come voce di costo	25
La tassazione degli ETF	26
Differenze tra gli ETF e i Fondi comuni di investimento	27

- Gestione passiva e attiva
- Costi e commissioni
- Quotazione

Capitolo 3

Il Portafoglio All Weather	29
Il profilo Rischio-Rendimento	30
Il portafoglio All Weather in un periodo di Zero Interest Rate Policy	30
Perchè scegliere un portafoglio All Weather e non un portafoglio azionario	31
• Grafico storico	
CONCETTO ANTIFRAGILITÀ E DI CIGNO NERO (TALEB) e RELAZIONE CON PORTAFOGLIO AW	31
RISK PARITY E POST MODERN PORTFOLIO THEORY	31
Un elemento chiave della teoria Risk Parity : la liquidità	32
AUMENTARE IL RENDIMENTO DEL PORTAFOGLIO SENZA AUMENTARE IL RISCHIO: LA LEVA	34
L'immunizzazione del portafoglio	36
Case study: il Portafoglio All Weather	37

- Asset Allocation e Esposizione
- Le Performance
- Gli Strumenti
- Confronto di un portafoglio All Weather con la Categoria e con un suo ipotetico Benchmark
- Analisi di Scenario
- Diversificazione e Decorrelazione
- Come implementare un AW

Il Golden Butterfly Portfolio	45
Conclusioni	49
Sitografia	50
Bibliografia	51

INTRODUZIONE

Il presente lavoro è stato costruito sotto forma di “percorso” che ha l’obiettivo di arrivare alla fine con un ragionamento logico che va dall’analisi e la definizione di cosa sia l’asset allocation per arrivare a quello che è l’obiettivo finale della tesi: dimostrare che il Portafoglio All Weather è una, se non la più efficiente strategia di costruzione di un portafoglio finanziario. Il lavoro è stato articolato come segue, partendo dal primo capitolo, in prima battuta una descrizione di quello che è il ciclo economico, il suo andamento e la descrizione di quelle che sono le sue parti e componenti più importanti. Il lavoro continua con un primo approccio all’attività di asset allocation, indicandone i principi base e le logiche e le tecniche sottostanti una corretta asset allocation, arrivando poi a parlare ovviamente dei due più noti stili di gestione, ovvero gestione attiva e gestione passiva. A seconda che si tratti di una gestione o l’altra cambia tutta la strategia di costruzione sottostante e conseguentemente di gestione. Il secondo capitolo è più che altro una parte “didattica” del lavoro di tesi perché al suo interno sono presenti una serie di definizioni e teorie riguardanti gli Exchange Trade Products. Questo capitolo, per quanto sia il più teorico tra i tre e il meno dinamico, costituisce un passaggio fondamentale tra il capitolo uno e tre. Questo tratta appunto degli ETF, che sono il ponte perfetto per collegare l’attività di asset allocation con il portafoglio All Weather. Il primo capitolo termina volutamente con la differenza tra gestione attiva e gestione passiva, spianando la strada per gli strumenti passivi per eccellenza, che nel secondo capitolo verranno spiegati in tutte le forme e in tutte le loro particolarità, e che costituiscono gli strumenti che compongono il Portafoglio All Weather, il ponte perfetto. Nel terzo capitolo si entra nella parte “core” del progetto di tesi, in quanto si entra nella parte più pratica. Vengono in linea di principio definite quelle che sono le teorie e le logiche sottostanti un All Weather, e soprattutto come si costruisce questo portafoglio. Vengono inoltre definiti i concetti fondamentali di Risk Parity, Permanent Portfolio e Golden Butterfly Portfolio, colonne portanti dell’argomento trattato. All’interno del lavoro sono poi presenti due Case study, uno sul Portafoglio All Weather e uno sul Permanent Portfolio. All’interno dei case study troviamo grafici, tabelle e numeri, che messi a confronto, ci permettono di dimostrare la validità della nostra tesi.

CAPITOLO 1

Ciclo economico

Analisi intramarkets e correlazioni

La correlazione indica la tendenza che hanno due variabili (x e y) a variare insieme, ovvero a covariare. Quando si parla di correlazione bisogna prendere in considerazione due aspetti: il tipo di relazione esistente tra due variabili e la forma della relazione: relazione lineare o non lineare.

Possiamo dividere le correlazioni finanziarie in due macrogruppi: le correlazioni operative-tecniche e le correlazioni strutturali.

Le correlazioni operative tecniche sono correlazioni presenti tra il movimento dei mercati e l'andamento del ciclo economico. Di solito il mercato azionario anticipa l'economia reale di 6-12 mesi, ma a volte questo non succede perché ci sono degli stress finanziari economici che non lo permettono: elezioni, shock politici, attentati, guerre, fattori psicologici ecc. sono tutti fattori che influenzano il mercato azionario.

Il mercato obbligazionario e quello delle commodities sono quelli un po' più stabili, seguono il sentiero, in questi mercati c'è meno influenza psicologica e emozionale.

Ciclo economico con Stock, bond e gold.

Ciclo economico: quando l'economia va male (è in recessione) i tassi di interesse di riferimento scendono e la valuta (il cambio) si deprezza, aumenta la base monetaria e quindi ci sta più liquidità in circolazione, si riprende a produrre, riprendono i consumi fino a quando non riprende nuovamente l'economia, il ciclo riparte, l'inflazione si alzerà e i tassi di interesse si alzeranno nuovamente (è un ciclo continuo). Non si può capire il momento di svolta del ciclo. La durata dei cicli viene misurata con modelli statistici, ma anche in questo caso, andando indietro nel tempo si vede che un ciclo è durato 3 anni, un altro 10. Non si può prevedere la durata di un ciclo, ma un ciclo ci sarà sempre.

A livello concreto un ciclo si muove in questo modo. Prima il mercato obbligazionario che sale e anticipa il ciclo perché i tassi stanno scendendo, poi c'è il mercato azionario che inizia a salire, dopo di che inizia a salire l'oro, che anticipa la crisi. Dopo la salita dell'oro, si osserva una discesa del mercato obbligazionario e successivamente del mercato azionario, e così via, si riprende il ciclo.

Abbiamo appena visto come tutti i mercati finanziari sono strettamente collegati tra loro.

Il mercato obbligazionario solitamente è il primo mercato ad iniziare una fase di rialzo, perché i tassi stanno scendendo per spingere l'economia, il mercato azionario che è influenzato dalle scelte di politica monetaria

che in una fase di crisi diventa accomodante con tanta liquidità e tassi bassi (quello che sta succedendo in questi anni). Con tutta la liquidità che c'è in giro, la crescita che hanno avuto i bilanci delle banche centrali (se aumenta la liquidità di riserve a disposizione aumenta il bilancio di una banca centrale), c'è tanta liquidità in giro che deve trovare fonte di reddito e va verso il mercato azionario. L'azionario inevitabilmente è destinato a crescere nel momento in cui non ci sono freni a questa politica monetaria espansiva (tassi bassi) e non ci sono attività aggressive di tapering (attività di rientro del quantitative easing). Dopo di che i tassi inizieranno a salire i tassi di interesse, le obbligazioni di conseguenza scendono e inizia ad esserci una relazione inversa tra bond ed equity: le azioni salgono e le obbligazioni scendono, perché le obbligazioni iniziano a scontare una successiva discesa del mercato azionario (tutto questo non avviene da un giorno all'altro ma si verifica nel lungo periodo). Dunque se i prezzi delle obbligazioni sono condizionati dalle aspettative di inflazione e quindi dalla politica monetaria, i prezzi delle commodities invece vengono considerati come un ottimo strumento anticipatore delle future pressioni inflazionistiche, e questo perché se vediamo crescere i prezzi delle materie prime automaticamente ci dovrebbe essere un aumento del costo dei prodotti e ciò perché la materia prima che costa di più fa aumentare i costi di produzione, di conseguenza aumenteranno i costi finali al consumo (aumenta il prezzo dei valori finali) ed ecco quindi la crescita inflattiva. L'inflazione che cresce porta ad avere tassi di interesse più alti e chiaramente il ciclo poi diventa negativo. L'oro è la commodity più influenzata dal dollaro, e quindi viene considerato come agente inflattivo, è riconosciuto come "bene rifugio" per eccellenza di ricchezza reale e quindi inevitabilmente quando le cose vanno male ci si rifugia nell'oro, scende il dollaro e quindi sale l'oro stesso (che è prezzato in dollari e quindi c'è questa correlazione inversa).

Una delle più importanti correlazioni di lungo periodo che troviamo spesso sui mercati è proprio questa relazione tra dollaro forte e rialzo sia del mercato obbligazionario che di quello azionario. Quindi nel momento in cui il dollaro inizia a indebolirsi sta per anticipare un momento in cui i mercati azionari e obbligazionari andranno a stornare, e va a salire il mercato dell'oro. L'effetto inflazionistico provocato dalla prolungata discesa del dollaro spingerà successivamente al rialzo i prezzi delle materie prime e in seguito i tassi di interesse, orientando quindi al ribasso le quotazioni obbligazionarie e di conseguenza anche il mercato azionario avrà un forte calo.

Le fondamenta di un portafoglio: obiettivi, rischio, rendimento e orizzonte temporale

Il punto di partenza di una scelta di investimento è dato dalla definizione degli obiettivi, dal livello di combinazione rischio-rendimento che viene accettato e definito dall'investitore e dall'orizzonte temporale prescelto, ovvero il tempo di durata dell'investimento.

Fino a qui si tratta di una scelta totalmente soggettiva dell'investitore che tuttavia deve avere una corrispondenza con la realtà nella quale si opera.

Le variabili considerate in un processo di investimento sono dipendenti da quelle che sono le esigenze reali dell'individuo e in prima battuta sono date dall'ambito familiare e soggettivo e sono identificabili in:

- Obiettivo prescelto
- Combinazione di Rischio-Rendimento
- Ciclo di vita soggettivo
- Ciclo di vita familiare
- Ciclo di vita lavorativo
- Risparmio da destinare per aumentare la posizione
- Patrimonio disponibile

Dopo aver definito i parametri soggettivi si passa alle fasi operative del processo di investimento:

- Analisi del ciclo economico: aspettative dei tassi di inflazione e dei tassi d'interesse, crescita/decrecita del sistema economico;
- Valutazione dei mercati finanziari: in primis la volatilità dei mercati finanziari, l'andamento ciclico dei mercati finanziari, le correlazioni e le interrelazioni che ci sono tra i diversi mercati;
- Analisi delle asset class: costruzione del portafoglio di investimento e scelta (a seconda degli obiettivi e anche dell'età dell'investitore) della composizione tra liquidità, obbligazioni o azioni. Per esempio, un portafoglio con profilo rischio-rendimento "prudente" sarà solitamente composto prevalentemente da obbligazioni, cash (liquidità) e una parte ridotta di azionario, mentre un portafoglio con profilo rischio-rendimento "aggressivo" sarà dominato dalla componente azionaria.
- Scelta, all'interno di ciascuna asset class predeterminata, degli strumenti finanziari migliori e soprattutto più adatti sui quali investire (es. azioni, obbligazioni, ETF, Fondi attivi ecc.)

Come si costruisce un portafoglio

Costruire un portafoglio significa decidere di suddividere il budget a disposizione fra le alternative di investimento possibili. L'asset allocation, viene effettuata selezionando le percentuali degli strumenti nel modo più adeguato in relazione alle esigenze dell'investitore e le previsioni di lungo periodo ipotizzate sui singoli mercati e i singoli titoli. Il momento preliminare dell'attività di asset allocation conduce quindi all'individuazione dell'elenco delle attività candidate ad essere inserite nel portafoglio.

Una selection iniziale può riguardare in prima battuta i mercati di riferimento: mercato domestico, poiché si ha paura il rischio di deprezzamento della valuta estera o al contrario solo ai mercati esteri, nel caso si voglia evitare il rischio-paese presente nelle emissioni nazionali, o magari un investitore può decidere di escludere a priori interi comparti di un mercato, per esempio quali le azioni diverse da quelle di risparmio (poiché queste ultime attenuano il fattore di incertezza dei rendimenti proprio del reddito variabile), oppure i titoli di Stato (quando non si ha fiducia nell'emittente).

Una volta realizzata questa prima cernita, le attività che da acquistate sono generalmente divise in macrocategorie, sulla base dei caratteri fondamentali di ogni investimento mobiliare, ovvero:

- Liquidabilità
- Rischio
- Rendimento
- Scadenza
- Divisibilità

La liquidabilità di un titolo riguarda la velocità, la facilità e il basso costo con cui il suo valore può essere realizzato, convertendo il titolo stesso in moneta. Il costo di smobilizzo dell'investimento generalmente aumenta con il diminuire della velocità con cui si vuole realizzare lo smobilizzo.

Il rischio è un altro dei principali fattori che è fondamentale tenere in considerazione per selezionare le attività presenti sul mercato. "Il rischio di un titolo azionario può essere identificato con la variabilità del suo rendimento. In sostanza, un titolo è tanto più rischioso quanto maggiore è la variabilità del suo rendimento attorno al valore atteso. I titoli che offrono rendimenti molto elevati sono anche quelli con un livello di rischio maggiore".

Il rendimento, solitamente, è l'elemento che viene osservato più attentamente (logicamente) dall'investitore, soprattutto nelle fasi di:

- Selezione delle attività da acquistare
- Verifica ex post dei risultati ottenuti nella gestione dell'investimento

È possibile individuare una performance globale calcolando sia il reddito da flussi cedolari sia il reddito da incremento del valore di mercato dell'investimento. La determinazione ex della bontà della gestione però non può non considerare la misura dei rischi assunti.

La scadenza è un altro elemento cruciale al quale ci si attiene nella scelta dei titoli, questo perché solitamente si fa combaciare la vita residua del titolo che si vuole acquistare con il tempo nel quale, si avrà la necessità di destinare ad altre priorità l'importo ricevuto dallo smobilizzo dell'investimento.

Diversamente, la divisibilità del titolo è una proprietà tecnica e specifica che ha una particolare rilevanza in particolare per l'investitore retail, ovvero quell'investitore che non dispone di una grande capacità di investimento iniziale. Nello specifico la divisibilità dà la possibilità ai suddetti investitori di negoziare il titolo per un importo minimo più basso.

Per asset allocation, letteralmente "allocazione del patrimonio", s'intende la suddivisione del portafoglio tra le varie classi di attività finanziarie, quali azioni, obbligazioni ed aree di investimento. È un processo il cui fine è quello di raggiungere la diversificazione nei propri investimenti in relazione al grado di rischio che si vuole sopportare. Ma il se, come, quando e con che frequenza muoversi nei mercati finanziari rappresentano domande a cui è difficile dare una risposta univoca. Non è un caso che sovente si rilevino errori nelle soluzioni d'investimento sia in termini di soluzioni del titolo più redditizio (stock picking) che in termini di momento ideale di ingresso o di uscita dai mercati (market timing). Ma allora come impostare il percorso di investimento in termini scientifici per massimizzare la probabilità di ottenere i risultati attesi minimizzando i rischi? Due sono i momenti fondamentali: -

- 1) Lo start-up, identificabile con un processo di asset allocation
- 2) La fase di controllo, rappresentata dal ribilanciamento periodico del portafoglio.

Il punto di partenza è rappresentato dalla definizione di una corretta asset allocation, intendendosi per tale l'insieme di criteri che determinano le proporzioni e le regole di gestione dei vari strumenti (azioni, obbligazioni, fondi, ecc.) di investimento all'interno del portafoglio. Partendo poi dalla classica combinazione di azioni e obbligazioni, i dati dimostrano che nel medio-lungo periodo le azioni rendono più delle obbligazioni e dei titoli di Stato. Tali dati rivelano anche che le azioni sono decisamente più volatili nel breve periodo, ma il loro andamento nel lungo termine è sicuramente superiore delle altre alternative di investimento. Se è vero però che nel lungo periodo le azioni tendono a performare più delle obbligazioni, si possono verificare improvvisamente eventi molto negativi ("Cigni neri") per le azioni tali da avere effetti sfavorevoli sul patrimonio degli investitori per molti anni. È perciò importante diversificare, investendo anche in titoli di Stato e/o obbligazioni e beni rifugio che presentano comunque una minore volatilità rispetto alle azioni.

Dato che lo scopo è quello di diversificare le asset class, la finalità è la costruzione di un portafoglio che abbia come basi sottostanti lo specifico profilo di rischio-rendimento dell'investitore. Gli investimenti sono quindi

caratterizzati dal rapporto rischio/rendimento, ciò significa che un la ricerca maggior guadagno è per forza di cose legata ad una sopportazione di una maggiore incertezza (volatilità, deviazione standard). Di conseguenza gli asset con un basso rischio rendono poco, ma sono più stabili (sono meno volatili). Se si vuole avere un rendimento maggiore ci si può orientare o verso le obbligazioni a medio e lungo termine che pagano cedole maggiori, ma hanno una sensibilità alle oscillazioni dei tassi di interesse maggiore (duration modificata) o come detto in precedenza, ancora più attraente è il mercato azionario, nel quale si utilizza la definizione di premio al rischio; con questa misura si indica il rendimento medio atteso in eccesso rispetto al rendimento free-risk (naturalmente più questo valore è alto, più alta sarà la redditività attesa delle azioni). Per ottenere un rendimento superiore a quello offerto dalla liquidità, l'asset class per definizione esente da rischio, è necessario spostarsi su forme di investimento via via più rischiose come le obbligazioni, le azioni. Riassumendo quando detto sul rapporto rischio rendimento, possiamo concludere affermando che ad una maggior volatilità (ovvero ad un maggior rischio), viene di conseguenza associato un maggiore rendimento atteso e ciascuna tipologia di attività finanziaria rappresenta intrinsecamente una diversa combinazione di rischio e rendimento. Questa la principale caratteristica da considerare nella costruzione di un portafoglio.

Asset allocation strategica e tattica

Il processo di asset management si può dividere in 3 fasi diverse ma correlate, nello specifico ciascuna fase si differenzia dall'altra per gli obiettivi, gli strumenti, i modelli ed i metodi utilizzati, queste tre fasi sono: l'asset allocation strategica, l'asset allocation tattica e l'asset allocation operativa.

Nell'asset allocation strategica il portafoglio viene composto secondo scelte di medio-lungo termine. Viene individuato il mix di classi di attività che ha una buona probabilità di dare un corretto premio per il rischio, coerente con il livello di rischio accettato. Lo scopo è quello di replicare un indice di riferimento, ipotizzando che il mercato sia efficiente, caratterizzato quindi da titoli che non sono sopravvalutati o sottovalutati in quanto gli operatori hanno a disposizione tutta l'informazione disponibile e che quindi sono al loro "fair value". Osservando il mercato da questa prospettiva, l'obiettivo è quindi quello di replicare il più fedelmente possibile il rendimento di uno specifico mercato o segmento dello stesso, dal momento che non è possibile realizzare un extraprofitto. La bontà dell'allocazione passiva si valuta misurando lo scostamento (tracking error) del portafoglio dal mercato di riferimento.

La asset class strategica ha in prima battuta l'obiettivo di individuare una serie di macro-classi di attività, che riflettono obiettivi, holding period e risk tolerance dell'investitore, sulla base dei quali suddividere il portafoglio, in modo da minimizzare la dipendenza del suo rendimento dalla performance di una specifica classe. Le scelte da compiere nello svolgimento dell'asset allocation strategica sono decisive e difficili, non

solo perchè ci sono un'infinità di classi e strumenti da poter selezionare, ma anche perché ognuno di questi presenta particolari caratteristiche in termini di rischio, rendimento e correlazione con le altre, che devono essere bilanciate correttamente in modo da attribuire loro il peso adeguato nel portafoglio.

A differenza di quella strategica, l'asset allocation tattica viene effettuata ribilanciando e ricalcolando periodicamente la composizione strategica del portafoglio finalizzata a catturare, tramite variazioni tra le classi di attività e all'interno delle classi di attività, movimenti di disallineamento nel breve e medio periodo dei mercati che si ritiene possano condurre ad ottenere risultati migliori rispetto al mercato o segmento di mercato adottato come benchmark.

Il processo di asset allocation entra a questo punto in una fase operativa, si procede alla realizzazione degli investimenti, ovvero nell'acquistare quegli strumenti specifici di ogni asset class ritenuti più idonei nel realizzare gli obiettivi di lungo termine dell'investitore rispettando i suoi parametri di rischio-rendimento.

Lo sviluppo prosegue con la fase di asset allocation tattica o attiva, che consente al gestore di migliorare la performance del portafoglio attraverso ribilanciamenti continui nel breve termine; ciò significa che se la situazione di breve periodo si differenzia in maniera sostanziale dalle aspettative di lungo periodo, il portfolio manager può assumere un atteggiamento più dinamico sul mercato traendo profitto da operazioni compravendita di strumenti finanziari nel breve termine, derivanti dalla valutazione di eventuali sopravvalutazioni o sottovalutazioni degli stessi. Quando si parla di asset allocation tattica, quindi, si fa implicitamente riferimento al tentativo dei gestori di "battere il benchmark".

Quanto scritto sopra è un richiamo diretto al market timing ovvero "l'aggiustamento del portafoglio attraverso l'aumento/diminuzione dei pesi di determinati assets in portafoglio in previsione di rendimenti positivi/negativi degli stessi", allo stock picking definito come "analisi e selezione sui fondamentali di bilancio degli assets ritenuti migliori".

Da quanto appena detto deriva che a differenza delle gestioni passive, quelle attive possono avere costi maggiori dovuti all'attività svolte dal gestore che in maniera attiva ribilancia il portafoglio con l'obiettivo di battere il benchmark, costi che solitamente si presume debbano essere più che coperti dagli extra-rendimenti realizzati, per garantire all'investitore un vantaggio rispetto alle gestioni passive. L'orizzonte temporale di riferimento per l'asset allocation tattica è logicamente di breve termine, poiché è nel breve termine che si possono sfruttare eventuali disallineamenti o inefficienze che i gestori possono sfruttare.

Queste operazioni però, se realizzate con frequenza e per importi significativi rischiano di modificare il peso delle diverse classi di attività all'interno del portafoglio, di alterarne la rischiosità complessiva e di variare la composizione di lungo periodo del portafoglio, prestabilito nella fase di asset allocation strategica. L'asset

allocation strategica non deve essere stravolta dall'asset allocation tattica soprattutto se l'ottica di investimento dell'investitore è di lungo periodo. D'altra parte, diverse ricerche, dimostrano che al crescere dell'orizzonte temporale l'incidenza dell'asset allocation tattica sul risultato finale dell'investimento tende ad essere marginale, mentre ha molta più rilevanza l'asset allocation strategica. Questo vuol dire che se l'investitore ha un obiettivo di lungo periodo ha molto più peso l'asset class che scelgo in partenza rispetto a quante manovre tattiche vengono eseguite nel corso del tempo.

Un'altra classica differenziazione è quella tra l'asset allocation statica e quella dinamica. Nella prima il capitale ripartito fra gli investimenti rimane pressoché costante nel tempo. La tecnica buy-and-hold ne rappresenta l'esempio più rilevante, effettuata tramite l'acquisto di una combinazione di strumenti finanziari e la loro detenzione fino alla scadenza. Al contrario, le strategie impennate sul ribilanciamento e sul riallocaimento delle risorse nel portafoglio, in funzione dell'andamento dei mercati, rientrano nell'asset allocation dinamica.

Gestione attiva e gestione passiva

Ci sono essenzialmente due modi di gestire un portafoglio, si parla alternativamente di gestione passiva e gestione attiva. La gestione passiva è realizzata da chi ritiene che il mercato è efficiente anche se non in modo perfetto. Nello stile passivo la credenza di fondo è quella di evitare il tentativo di battere il mercato cercando di individuare titoli sotto e sopravvalutati, perché nel lungo periodo il mercato "non si batte" (tranne rari, rarissimi casi) e seguire sommariamente la politica buy & hold. Nella sua forma standard, la strategia passiva di gestione viene attuata con l'acquisto di tutti i titoli azionari presenti in un determinato indice (benchmark) con i pesi corrispondenti alla loro capitalizzazione percentuale di mercato. Il portafoglio costruito con uno stile passivo deve essere mantenuto per periodi medio-lunghi, senza attività di compravendita (asset allocation tattica), avendo come prospettiva di rendimento un tasso simile a quello del benchmark con uno stesso profilo di rischio. Il punto di inizio è l'acquisto del portafoglio di mercato, in particolare un indice di borsa, replicandone la composizione per quel che riguarda i pesi dei singoli titoli. Quanto detto fa emergere però un limite rilevante all'efficacia di questa strategia: dato che le attività finanziarie non sono infinitamente divisibili, per replicare la composizione dell'indice è necessario disporre di un investimento decisamente elevato, per evitare che la diversa granularità delle attività finanziarie imponga una replica non perfetta del portafoglio, generando uno scostamento dalla performance dell'indice considerato (qui viene in soccorso dell'investitore l'utilizzo di Fondi che replicano interamente il benchmark, o , ancora meglio, di ETF). La gestione indicizzata quindi ha una politica di investimento influenzata

esclusivamente dall'andamento del benchmark, per cui il gestore non si comporta in maniera attiva. Uno dei principali vantaggi della gestione passiva è dato dal fatto che vengono effettuate un numero minore di operazioni di compravendita di attività finanziarie da parte del gestore. Questo riduce i costi di transazione e, nel caso di fondi comuni, fondi pensione e altri organismi collettivi di risparmio, permette di tagliare le commissioni richieste ai sottoscrittori. Di conseguenza, a parità di rendimento della gestione, il minore impatto delle commissioni permette di avere una performance netta superiore. Un secondo vantaggio è legato al fatto che la minore frequenza delle compravendite permette, in alcuni casi e in alcuni regimi fiscali, di rinviare la tassazione dei guadagni in conto capitale, che vengono rilevati nel momento in cui le attività finanziarie sono cedute, come differenza fra il prezzo di acquisto e quello di vendita.

Lo stile attivo invece, è fondato su un presupposto totalmente opposto: i prezzi di mercato dei titoli non costituiscono la migliore stima del valore intrinseco e, di conseguenza, viene svolta un'attenta ricerca dei titoli sottovalutati ed una strategia di investimento e disinvestimento adatta alle previste fasi di rialzo e ribasso dei mercati permette di battere il benchmark. Il limite di questo stile è dato dal fatto che dato che il divario tra prezzo di mercato e valore intrinseco non si mantiene a lungo, le transazioni sono frequenti, nel tentativo di anticipare il movimento dei titoli e del mercato. I sostenitori della gestione attiva evidenziano le opportunità di realizzare dei guadagni superiori in fasi di ribasso o stagnazione dei mercati "comprando a sconto".

Gestione passiva, tre diverse strategie: Buy & hold, constant mix, constant proportion

All'interno della gestione passiva si possono distinguere tre diverse strategie: buy & hold, constant mix, e la constant proportion.

La buy & hold è una strategia di investimento passiva e statica: il portafoglio, una volta creato, non viene in alcun modo movimentato (letteralmente "compra e mantieni"). Il rendimento del portafoglio è totalmente correlato al rendimento del benchmark di riferimento. Non importa quello che succede ai valori relativi degli strumenti, non viene effettuato nessun ribilanciamento.

La constant mix è una strategia di investimento passiva e dinamica che ha come obiettivo primario quello di mantenere costante nel tempo la percentuale del patrimonio investita in una data combinazione di attività finanziarie. Questa strategia richiede dei ribilanciamenti periodici in controtendenza rispetto alla dinamica di riferimento. Gli investitori che scelgono questa strategia presentano una tolleranza al rischio proporzionale alla loro ricchezza. Ribilanciare una strategia constant mix significa comprare azioni a sconto quando si deprezzano. Questa strategia dà valore aggiunto, e quindi batte la strategia buy & hold in presenza di volatilità senza trend.

Arrivati a questo punto sono due le soluzioni possibili:

- Se si riesce a mantenere costante il mix originario del portafoglio si mantiene costante anche il profilo di rischio;
- Se il mix originario non è costante, si altera il profilo di rischio. In questo secondo caso, è chiaro che in qualche modo bisogna intervenire.

La constant-proportion portfolio insurance (CPPI), invece, è una strategia che permette di tenere sotto controllo il controvalore del patrimonio attraverso un'allocazione variabile nel tempo tra asset rischiosi e asset non rischiosi. Tale tecnica presume un continuo ribilanciamento tra obbligazioni, considerate attività prive di rischio e le azioni, considerate come attività rischiose per definizione. La CPPI è una metodologia di gestione basata sull'ottimizzazione e sul continuo ribilanciamento di un portafoglio composto da due panieri: uno rischioso e l'altro non rischioso (free risk). Nelle fasi di mercato Bull, il modello prevede un aumento sempre più consistente e rapido della parte di paniere rischioso (azionario); al contrario, quando i mercati sono in una fase Bear, il CPPI prevede un alleggerimento altrettanto veloce smobilizzando la parte al rischio e sovra-pesando il paniere "risk-free" (obbligazionario). Questo modello di gestione è basato su un algoritmo di tipo matematico; bisogna però definire un livello minimo di sicurezza al di sotto del quale il patrimonio non può andare.

Questa strategia definisce l'allocazione del patrimonio in un'attività rischiosa come proporzione costante di un parametro definito "cuscino", ovvero la differenza tra il valore del portafoglio e il valore minimo del patrimonio fissato dall'investitore.

Gestione Attiva, tre diverse strategie: market timing, security selection, value, growth

La strategia attiva è messa in atto da chi rifiuta la teoria del mercato efficiente: esistono titoli sotto e sopravvalutati ed è possibile individuare sentieri entro cui si muovono i prezzi, sentieri che un investitore "attivo" deve individuare. Dato che la differenza tra prezzo di mercato e fair value (valore intrinseco) non si mantiene a lungo, le operazioni sono continue. Questo perché si vuole anticipare il movimento dei titoli e del mercato. La gestione attiva consiste nella detenzione di un portafoglio con una diversa composizione rispetto a quella caratterizzante la gestione passiva, perché poggia su un presupposto opposto: i prezzi di mercato dei titoli non forniscono la migliore stima del valore intrinseco e, di conseguenza, una approfondita analisi dei titoli sottovalutati e una strategia di investimento e disinvestimento in relazione alle previste fasi di rialzo e ribasso dei corsi permette di battere il mercato. Con il passare del tempo la struttura del portafoglio cambierà in base alle previsioni sull'andamento del mercato e delle aziende che compongono gli indici (benchmark) di riferimento.

Con il termine market timing ci si riferisce a tutte quelle tecniche che permettono all'investitore di individuare il momento migliore per investire o disinvestire. La gestione basata sul market timing presuppone una composizione dinamica del portafoglio in conformità con le previsioni sul trend del mercato; se si prevede un mercato bull si aumenterà il rischio sistematico (beta) del portafoglio ampliando l'impatto positivo sul rendimento, se viceversa si prevede un mercato bear, il rischio sistematico verrà ridotto, diminuendo così l'impatto negativo sul rendimento. Il rischio sistematico si può incrementare abbassando la percentuale di bond (obbligazioni) che compongono il portafoglio, investendo su titoli azionari con una maggiore esposizione ai movimenti di mercato (beta uguale o maggiore di 1), oppure acquistando derivati come opzioni call e futures su indici di Borsa. Al contrario, si può abbassare il rischio sistematico acquistando bond o mantenendo una maggiore percentuale liquida (cash) nel portafoglio o operando in maniera inversa con i derivati (opzioni put o vendendo futures su indici). Il problema, il solito problema che si affronta in questo caso dalla nascita dei mercati finanziari è quello di saper predire l'andamento del mercato. Tentare di anticipare il mercato può comunque risultare un'attività deleteria poichè sapere a priori quale sia il momento giusto per vendere o comprare è impossibile, perché per definizione, il mercato è random walk e quindi non si può prevedere quello che sarà il suo andamento.

Tra le strategie attive di portafoglio troviamo poi la security selection, chiamata comunemente stock picking. Gli investitori che attuano questo stile di gestione aumentano il peso dei titoli che giudicano sottovalutati a parità di rischio e riducono la percentuale investita in quelli che ritengono sopravvalutati sempre a parità di rischio. I principi base di questa tecnica sono dati dallo studio approfondito degli indici di bilancio delle società quotate e del relativo quadro macroeconomico. La differenza tra market timing e security selection è evidente: mentre il market timing modifica il mix delle attività in portafoglio, cambiando la composizione tra cash (liquidità), titoli di Stato, corporate bonds, azioni, ecc., la security selection sceglie le singole attività finanziarie.

Nella strategia attiva "value" gli individui selezionano aziende affini per settore e/o business che sono attive in contesti di business maturi, con una attitudine elevata a generare redditività e che hanno un payout ratio elevato.

Nella strategia attiva "growth" invece, l'operatore seleziona titoli con potenzialità di crescita nel lungo termine di molto superiori alla media di mercato. I titoli "growth" sono caratterizzati da elevati livelli di P/E (price/earnings) e/o P/BV (price/book value) e sono sottoposti in larga parte ad un elevato livello di volatilità.

Gli ETF

Definizione

Gli Exchange Traded Funds (ETF) sono degli organismi di investimento collettivo del risparmio aperti costituiti come fondi di investimento o SICAV – di tipo indicizzato, o a gestione passiva quotati in Italia nel segmento del mercato telematico degli ETF e degli ETC/ETN denominato ETFplus, gestito da Borsa Italiana S.p.A. e interamente dedicato alla negoziazione in tempo reale di questi strumenti¹. La principale differenza tra ETF e ETC/ETN riguarda la struttura legale e regolamentare dei due veicoli. Gli ETC (Exchange Traded Commodities) e gli ETN (Exchange Traded Notes), a differenza degli ETF, non sono fondi e come tali non risultano conformi alle direttive europee sul settore (UCITS). Dal punto di vista contrattuale si trattano infatti di titoli di debito emessi da specifici emittenti che non pagano interessi e sono concepiti per offrire esposizione ad una singola materia prima (ETC) o di un sottostante o in contratti derivati sul medesimo (ETN). Il prezzo di un ETC o di un ETN è, pertanto, legato direttamente o indirettamente all'andamento del bene sottostante, esattamente come il prezzo di un ETF è legato al valore dell'indice a cui fa riferimento. Con gli ETC l'investitore può prendere posizione su una singola materia prima, possibilità preclusa agli ETF che, essendo fondi comuni, per ragioni di natura regolamentare (Direttiva n.85/611/CEE in tema di OICR c.d. armonizzati), devono garantire un certo grado di diversificazione del patrimonio investito. Gli ETN, invece, si possono definire delle particolari cambiali che replicano un certo indice ma che possono assumersi dei rischi che di norma non rientrano nei fondi comuni. Gli investitori, tramite il proprio intermediario, possono, quindi, in qualunque momento della giornata borsistica, comprare e vendere questi strumenti al loro prezzo di mercato. Il lotto minimo negoziabile è una quota³. Gli ETF sono, dunque, fondi finalizzati a riprodurre fedelmente la composizione di indici o panieri, sia in termini di titoli utilizzati sia in termini di peso dei singoli titoli, in modo da ottenere una performance equivalente a quella dell'indice stesso. Il processo di creazione, emissione e gestione è curato da una SGR che, individuato l'indice sottostante da replicare ed eseguito uno studio di fattibilità, richiederà le opportune autorizzazioni agli organi competenti (Borsa e relativa autorità di controllo) e procederà concretamente ad acquistare sul mercato i titoli dell'indice che si vuole replicare, nella medesima proporzione e peso percentuale che questi titoli hanno nel relativo indice. Una volta creato, questo portafoglio viene trasferito presso un depositario che, a fronte della consegna, rilascia dei certificati rappresentativi dei titoli ricevuti che vengono poi negoziati giornalmente sul mercato di riferimento (l'ETFplus) sotto forma di quote. Al fine di garantire la massima liquidità, ogni ETF deve avere un operatore specialista obbligato a esporre, in via continuativa, ordini in denaro e lettera per una quantità e uno spread massimo indicati da Borsa Italiana. L'investitore interessato può consultare, per ogni ETF quotato alla Borsa Italiana, attraverso i singoli siti (o quello di Borsa Italiana), il documento integrativo, il prospetto, i documenti contabili periodici, lo statuto (se SICAV), i soggetti partecipanti all'operazione e le norme sui limiti di investimento, documentazione che

l'ETF è obbligato a pubblicare e ad aggiornare. L'acquisto di ETF può avvenire in un'ottica di medio termine oppure di trading (anche di tipo intraday) per cogliere i momenti di rialzo del benchmark attraverso l'acquisto e la successiva vendita dell'ETF tenendo conto, ovviamente, dei costi di transazione. È possibile anche la vendita allo scoperto al fine di prendere una posizione ribassista sull'indice benchmark. L'ETF coniuga, pertanto, tanto le caratteristiche di un OICR – in termini di diversificazione e riduzione del rischio – prendendo posizione su un intero indice di mercato quanto quelle delle azioni sotto forma di trasparenza informativa e flessibilità della negoziazione in tempo reale. Gli ETF non hanno scadenza e possono distribuire periodicamente dei proventi. Nel caso in cui un ETF abbia come benchmark un indice in valuta diversa dall'euro, l'investitore deve tener conto del rischio di cambio e del relativo impatto sul rendimento in euro dell'ETF. Un ETF a copertura valutaria è disegnato precisamente per tali casi, ovvero per minimizzare le conseguenze delle fluttuazioni valutarie. Ciò consente agli investitori di concentrarsi sulla valutazione dell'attivo sottostante in base ai suoi fondamentali, senza doversi preoccuparsi del rischio di cambio. Tuttavia, un ETF a copertura valutaria, diminuisce anche il prospetto di maggiori ritorni sull'apprezzamento della valuta estera. Sul mercato italiano tali ETF sono comunque negoziati in euro per facilitare i calcoli di convenienza dell'investitore e dare un'indicazione immediata del guadagno/perdita dell'investimento effettuato. Analogamente agli OICR, gli ETF non sono esposti al rischio emittente, in quanto hanno un patrimonio separato rispetto a quello della società di gestione. Sono, ovviamente, esposti al rischio che i titoli in cui è investito il loro patrimonio perdano valore e, dato il possibile ricorso anche a operazioni di prestito titoli, anche al rischio di controparte. In aggiunta all'ampia diversificazione dell'investimento e all'assenza del rischio emittente, caratteristiche condivise con i fondi comuni classici, la diffusione degli ETF è connessa ad altri pregi quali: la trasparenza, l'economicità, la flessibilità e la liquidità. L'investitore in ETF conosce perfettamente la combinazione del portafoglio del fondo corrispondente in ogni momento alla composizione dell'indice replicato. Sotto il profilo commissionale, gli ETF si caratterizzano solo per una commissione totale annua molto contenuta e applicata automaticamente in proporzione al periodo di detenzione; mentre, non vengono percepite, a carico dell'investitore, commissioni di entrata, uscita o di performance. Le sottoscrizioni e i rimborsi avvengono al NAV che, in quanto prezzo medio, non è il prezzo al quale il gestore del fondo compra o vende i titoli; la differenza è un costo a carico del fondo e, ovviamente viene sopportata dagli investitori rimasti. La flessibilità e la liquidità dello strumento sono determinate dalla sua negoziabilità “nel continuo” a un valore di mercato conosciuto e, conseguentemente, dalla possibilità di operare più volte nella medesima giornata. La flessibilità del prodotto è particolarmente apprezzata dagli investitori professionali che impiegano gli ETF per la gestione strategica e tattica del portafoglio o per il cash equitization (operazione che consente di trasformare il denaro tenuto sul conto in una posizione azionaria, senza tuttavia perdere la disponibilità del denaro sul corrente) di un fondo comune aperto. La liquidità è sostenuta da intermediari autorizzati che svolgono il ruolo di market maker e di liquidity provider. Il mercato degli ETF, dopo una prima fase caratterizzata dall'offerta di prodotti semplici e trasparenti, si è evoluto verso forme sempre più complesse tramite gli ETF strutturati. In questa categoria rientrano quei fondi in cui permane la natura passiva dello

strumento ma viene innovato l'oggetto replicato: non più indici di mercato ma indici di strategia o indici di settori particolari come il private equity, l'immobiliare o gli hedge funds.

Modalità di replica degli ETF

L'obiettivo degli ETF è di replicare i rendimenti degli indici di riferimento. Quelli tradizionali cercano di raggiungere questo obiettivo acquistando i titoli che compongono l'indice sottostante; mentre, gli ETF sintetici utilizzano total return swap legati agli indici stessi. L'elemento caratterizzante della prima generazione di ETF a replica fisica è la creation/redemption in kind, che consiste nella possibilità per alcuni intermediari, gli authorised participant, di creare nuove quote di ETF consegnando all'emittente il paniere dei titoli che compongono l'indice benchmark e di poterne chiedere il rimborso ricevendo lo stesso paniere dall'emittente. Una volta create sul mercato primario, le quote vengono poi negoziate come normali titoli azionari sul mercato secondario. La creazione di nuove quote di ETF avviene per lotti minimi (creation unit) solitamente pari a 50.000 o 100.000 quote. Il creation basket è l'insieme dei titoli che devono essere consegnati per ottenere una creation unit e rappresenta l'insieme dei titoli nelle esatte proporzioni contenute nell'indice replicato. I partecipanti autorizzati, operando simultaneamente anche sul mercato secondario, possono poi effettuare arbitraggi contribuendo a mantenere su livelli estremamente ridotti il differenziale tra il prezzo di mercato dell'ETF e il valore dell'indice benchmark. Gli ETF a replica sintetica non investono nei titoli sottostanti l'indice replicato ma acquistano altri titoli e, grazie alla stipulazione di total return swap, scambiano il rendimento di questi ultimi con quello dell'indice benchmark. La controparte dello swap è normalmente una società del gruppo dell'emittente dell'ETF stesso e la creazione di nuove quote non avviene in natura (in-kind) bensì in denaro (incash). La logica di funzionamento sottostante tuttavia non cambia. Gli ETF a replica sintetica possono adottare il modello unfunded o il modello funded. La principale differenza tra i due modelli consiste nella gestione dei titoli posti a garanzia dello swap. Nel modello unfunded (Figura 1), l'ETF crea nuove quote dietro il versamento da parte dei partecipanti autorizzati di un corrispettivo in denaro, il quale viene utilizzato dall'ETF per l'acquisto dalla controparte dello swap di un paniere di titoli (substitute basket) che normalmente differiscono da quelli che costituiscono l'indice replicato.

Gli ETF sintetici presentano alcuni vantaggi rispetto alle controparti tradizionali, ma possono anche incorporare rischi aggiuntivi. Il principale punto di forza consiste nella possibilità di replicare indici che diversamente sarebbero molto difficili da raggiungere a causa delle restrizioni sugli investimenti esteri. Non investendo direttamente nei titoli che compongono l'indice, gli ETF sintetici possono acquistare generici panieri di titoli e poi scambiare il rendimento di questi ultimi con quello dell'indice benchmark. Inoltre, i provider degli ETF sintetici sostengono che il metodo a replica sintetica sia più efficiente e produca uno scostamento di performance rispetto al suo indice di riferimento (tracking error) inferiore rispetto a quello degli ETF tradizionali, in particolare quando i titoli sottostanti l'indice replicato sono poco liquidi o quando il numero dei titoli che compongono l'indice è elevato. Entrambe le tipologie di ETF presentano rischi di

controparte. Nel caso degli ETF tradizionali il rischio nasce prevalentemente dall'attività di prestito titoli, mentre per quelli sintetici dai contratti swap. Secondo la normativa UCITS, il rischio di controparte non può eccedere il 10% del valore del NAV dell'ETF. Nonostante questa limitazione, nel caso degli ETF sintetici, se la controparte dello swap si rivela inadempiente, gli ETF potrebbero comunque subire delle forti perdite non riuscendo a replicare il rendimento dell'indice.

Le principali tipologie di Exchange Traded Fund

Tramite l'acquisto di un ETF è possibile accedere a numerose asset class, a seconda del benchmark a cui si riferiscono, gli ETF indicizzati replicano:

- **indici azionari:** gli ETF che replicano questi indici hanno un portafoglio composto da azioni spesso divise per settore, per esempio per tipo di mercato, per area geografica, azioni di paesi emergenti o per dimensione delle aziende in cui investono;
- **indici obbligazionari:** gli ETF che si riferiscono a questo tipo di indice investono in titoli di stato, titoli obbligazionari di società private della zona euro o internazionali, titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione o titoli obbligazionari cartolarizzati.
- **indici di materie prime:** gli ETF che si riferiscono a questo tipo di indice investono in un ampio paniere di materie prime
- **Indici di mercato monetario:** gli ETF che replicano un'esposizione ad un tasso di mercato monetario Oltre ai classici ETF indicizzati esistono altre classi di ETF; tra queste si trovano gli ETF strutturati, che, come già accennato, tramite particolari strategie, mirano alla protezione del portafoglio, all'amplificazione dei rendimenti o a investimenti di tipo più complesso, gli ETF Smart Beta che prevedono particolari fattori intelligenti nel rapporto tra l'ETF e il suo indice di riferimento e gli ETF a gestione attiva ovvero ETF il cui obiettivo non è la replica di un indice di riferimento ma quello di esporsi ad una strategia di riferimento attiva sviluppata e operata da un gestore delegato.

Gli ETF strutturati

Gli ETF strutturati sono degli OICR cioè dei fondi o delle SICAV negoziabili in tempo reale come delle azioni gestiti con tecniche volte a perseguire rendimenti che non sono solo in funzione dell'andamento del mercato a cui fanno riferimento, ma che possono essere volte a perseguire differenti strategie⁸, tra cui: strategie di leva finanziaria, strategie di short selling, strategie mista di leva finanziaria e short selling e strategie opzionale. L'elemento che accomuna gli ETF strutturati agli ETF è la politica di investimento, che si può sinteticamente definire passiva in considerazione del fatto che una volta determinato il modello matematico in base al quale il patrimonio sarà gestito, la discrezionalità lasciata al gestore è limitata. Come

per gli ETF, le quote possono essere create e riscattate continuamente da parte degli intermediari autorizzati (authorised participant), assicurando che il prezzo di mercato sia sempre allineato al NAV del fondo e garantendo che l'ETF strutturato sia tanto liquido quanto il mercato di riferimento.

Gli ETF con strategia di leva finanziaria

L'obiettivo perseguito dagli ETF strutturati appartenenti a questa categoria è quello di amplificare, in misura corrispondente a un predefinito multiplo e su un holding period giornaliero, la performance di un determinato indice originario rispettandone la direzione del movimento¹⁰. Per rendere trasparente la specifica forma di leverage inserita nell'indice di strategia a cui l'ETF cerca di uniformarsi, è bene dare risalto al meccanismo con cui è possibile formalmente esplicitare il valore del benchmark di strategia in un certo istante rispetto a un momento precedente.

Il gestore di un ETF con strategia di leva finanziaria assume una condotta aggressiva che implicitamente lo porta a investire, per ciascun euro di NAV, una somma di due euro (considerando, ad esempio, un fattore di leva pari a due) in un paniere che replica l'indice originario per effetto dell'ottenimento di un euro addizionale attraverso il ricorso al prestito. Ciò è dimostrato dalla presenza di due componenti nel rendimento da capitalizzarsi al valore dell'indice di strategia al momento $t - 1$ per definirne il montante al tempo t : una quota di remunerazione raddoppiata rispetto alla performance (positiva o negativa) dell'indice originario a cui è sottratta una quota interessi finalizzata a riflettere i costi del prestito per il capitale addizionale investito. Tale quota è commisurata al tasso interbancario overnight rilevante per il contesto di riferimento dell'indice originario. In breve, quindi, l'indice di strategia mette a disposizione degli ETF una versione preconfezionata della tecnica cosiddetta del buying on margin.

Gli ETF con strategia di short selling

La categoria degli ETF con strategie short è quella risultata più numerosa tra ETF strutturati negoziati presso l'ETFPlus. L'interesse di questi ETF è prevalentemente rivolto al comparto equity. Volendo preservare un approccio di analisi simile al precedente, in primo luogo si segnala che l'obiettivo a cui gli short ETF tendono è esprimibile non più in termini di dilatazione/amplificazione della performance giornaliera di un indice originario bensì in termini di sua inversione o di suo ribaltamento¹¹. Per questa loro caratteristica, è naturale ritenerli funzionali allo sfruttamento di prospettive ribassiste nei confronti dei mercati di riferimento. In secondo luogo, è opportuno fornire una veste analitica per la regola che descrive l'evoluzione tra due momenti consecutivi dell'indice di strategia a cui l'ETF si ancora.

Il costo degli ETF

Nel momento in cui si valuta l'efficienza di un ETF rispetto ai costi, gli investitori dovrebbero cercare di capire quali siano i costi totali dell'investimento¹⁹. La cifra relativa ai costi riportata con maggiore frequenza, i costi continuativi (OCF) o total expense ratio (TER), è spesso incompleta e può ignorare diverse spese interne ed esterne, compresi i costi di transazione, i differenziali di swap e i differenziali bid/ask in borsa.

Costi interni degli ETF

I fattori che contribuiscono ai costi interni di un ETF sono il Total Expense Ratio (TER), i costi di ribilanciamento, il differenziale di swap e il prestito titoli. I costi che il sottoscrittore di fondi comuni deve sostenere si dividono in due categorie: quelli pagati direttamente dal cliente e quelli a carico del fondo (e, quindi, indirettamente sostenuti sempre dal cliente). Il Total Expense Ratio (TER) è il rapporto fra gli oneri posti a carico del fondo e il patrimonio medio dello stesso. Un dato che in modo semplice e sintetico rappresenta la percentuale del patrimonio prelevata dal fondo, in un anno solare, per la remunerazione dei servizi di gestione. I costi inclusi nel TER possono variare a seconda del fornitore, ma di norma inglobano: management expense ratio, costi di amministrazione e commissione di licenza dell'indice. Dal TER, inoltre, sono esclusi gli oneri fiscali e le commissioni di sottoscrizione, rimborso e switch, pagati direttamente dal sottoscrittore. In Europa il TER per un ETF azionario è, in media, pari allo 0,22%; quello obbligazionario pari allo 0,14%. I costi di ribilanciamento sono invece quei costi sostenuti dagli ETF fisici all'acquisto o alla vendita dei titoli. Quando l'indice sottostante modifica i propri componenti, l'ETF deve operare in modo simile. I costi di transazione dipendono dalla quantità e dalla frequenza di variazione dei componenti dell'indice: maggiori sono il numero e la frequenza, più elevati sono i costi di ribilanciamento. Il differenziale di swap, invece, concerne la commissione pagata dal provider dell'ETF sintetico alle controparti per gli accordi di swap. La commissione di swap è argomento di negoziazione tra il provider e la controparte, in considerazione di fattori commerciali quali il costo di copertura dell'esposizione swap della controparte, il costo del collaterale, il rating creditizio e il proprio margine di profitto. Di norma, le esposizioni più illiquide o esotiche hanno differenziali di swap più costosi. Il security lending o prestito titoli è un metodo per consentire ai fondi di generare rendimenti aggiuntivi a basso rischio tramite il prestito di titoli a terze parti per un periodo determinato di tempo. Le terze parti pagheranno una commissione su questa operazione e forniranno un collaterale (a garanzia) pari a un valore maggiore rispetto a quello dei titoli prestati. Gestori di ETF e molti gestori di fondi indicizzati riescono a ottenere rendimenti aggiuntivi attraverso le operazioni nel mercato del prestito titoli, apportando così benefici al fondo. Il settore del prestito titoli rappresenta un mercato over-the-counter di grandi dimensioni e ben regolamentato con ricavi, per il 2019, a livello mondiale pari a 10,1 miliardi di dollari.

Costi esterni degli ETF

I fattori che contribuiscono ai costi esterni di un ETF sono il differenziale bid/ask, le spese di mediazione e le imposte. Come nelle negoziazioni di qualsiasi attivo in borsa, esiste un differenziale dei prezzi a cui un ETF può essere acquistato o venduto. I prezzi di bid / ask sono quotati dai market maker, i quali garantiscono che esista sempre un prezzo a cui un attivo può essere acquistato e venduto. Per un ETF, i costi che i market maker considerano sono la commissione di creazione/di riscatto, il differenziale del market maker e il differenziale sottostante. Se uno di questi tre costi sale, il market maker amplierà il differenziale tra bid/ask per cercare di realizzare un utile. Solitamente, più market maker offrono differenziali di bid/ask su un ETF, più stretto sarà il differenziale tra bid/ask. Gli ETF con più market maker scambiano in genere a un prezzo più vicino a quello dell'attivo sottostante che intendono replicare. A sua volta, l'investitore pagherà meno per acquistare il prodotto e riceverà più denaro nel venderlo. Le spese di mediazione rappresentano invece il costo pagato dall'investitore a un intermediario per vendere o acquistare un ETF. Un altro fattore che contribuiscono ai costi esterni di un ETF riguarda le imposte. I diversi ETF sono difatti soggetti a tassazioni differenti, a seconda del prodotto in sé, della giurisdizione in cui è domiciliato e delle circostanze del singolo investitore.

Il tracking error come voce di costo

Nessuna tipologia di ETF può garantire che la propria performance coincida perfettamente con il rendimento dell'indice di riferimento. Il tracking error è un indicatore per misurare la capacità dell'ETF, e quindi del gestore, di replicare l'andamento dell'indice benchmark, solitamente calcolato dai provider di ETF come differenza di rendimento tra il NAV e l'indice sottostante o come la deviazione standard delle differenze di rendimento nel corso del tempo. Di seguito verranno considerati 3 diversi indicatori del tracking error: il primo misura la media delle differenze di rendimento, mentre gli altri due considerano la dispersione dei rendimenti degli ETF rispetto ai rendimenti del benchmark. Il primo indicatore del tracking error è la media delle differenze dei rendimenti mensili ($TeRd_i$) tra l'ETF i e l'indice benchmark b . Questo indicatore è di primario interesse per gli investitori che si concentrano sulla differenza tra il rendimento del fondo e il rendimento dell'indice. Può essere un valore positivo o negativo.

La tassazione degli ETF

Il Net Asset Value (NAV) rappresenta – analogamente all'OICR – il valore effettivo dell'ETF, calcolato tenendo conto del valore dell'attivo e del passivo ed è un valore ufficiale fornito giornalmente da Borsa Italiana e nei prospetti periodici della società di gestione. La differenza tra il NAV del giorno di vendita e il NAV del giorno di acquisto dell'ETF costituisce il cosiddetto delta NAV. A seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 44/2014 alla disciplina degli OICR, e in particolare alla disposizione secondo cui il NAV non assume più rilevanza a fini fiscali, i valori presi a base per la determinazione del reddito di capitale non sono più quelli indicati nei prospetti periodici dell'OICR – ossia il delta NAV – ma quelli effettivi dei prezzi di vendita e di acquisto dell'ETF. Pertanto, anche per gli ETF armonizzati, analogamente agli OICR, a fini fiscali occorre distinguere i proventi (positivi), che sono considerati redditi di capitale, dalle eventuali minusvalenze che sono trattate come un reddito diverso di natura finanziaria²⁶. Tanto i proventi che le minusvalenze vanno calcolate come differenza tra il prezzo di vendita e quello di acquisto dell'ETF, senza considerare il valore del NAV che non ha più rilevanza a fini fiscali. Il prezzo di acquisto – ove la posizione si sia formata nel tempo a seguito di più acquisti – è quello medio ponderato. Il costo di acquisto va aumentato dei relativi oneri. I proventi periodici distribuiti dagli ETF sono sempre considerati redditi di capitale e, come tali, non utilizzabili per recuperare eventuali minusvalenze²⁷; vengono quindi accreditati all'investitore al netto della ritenuta d'imposta. Qualora, attraverso la partecipazione a un ETF dovesse emergere una differenza negativa, tale differenza nella sua interezza costituisce una minusvalenza deducibile secondo le regole generali proprie dei redditi diversi di natura finanziaria. I proventi degli ETF in senso lato sono soggetti a una tassazione secca, operata dall'intermediario, in una misura che varia da un minimo del 12,5% a un massimo del 26%, in sintonia con la tassazione delle attività finanziarie sottostanti (12,5% per i titoli di stato e le obbligazioni sovranazionali, 26% per tutte le altre attività). Ciò vale sia per i proventi eventualmente distribuiti in modo periodico e sia per l'eventuale plusvalenza realizzata al momento della vendita. Diversa è la tassazione degli ETF non armonizzati, ovvero quelli che non sono conformi alle direttive europee e che sono quotati su altri mercati: le plusvalenze sono trattate come redditi ordinari; mentre, le minusvalenze vanno dichiarate, analogamente a quelli armonizzati, come redditi diversi. Gli ETC (Exchange Traded Commodities) e gli ETN (Exchange Traded Notes), invece, vengono tassati come le azioni ordinarie nella sezione redditi diversi, pertanto è possibile compensare le loro plusvalenze con altre minusvalenze di redditi diversi. Sono escluse dall'applicazione della Tobin Tax gli ETF e gli ETC/ETN.

Differenze tra gli ETF e i Fondi comuni di investimento

ETF e fondi comuni di investimento costituiscono due strumenti di investimento molto utilizzati per poter arricchire il proprio portafoglio di risparmio gestito di prodotti che, per diversificazione e presa di posizione su porzioni più o meno ampie di mercato, condividono con l'investitore importanti valori aggiunti. Come abbiamo già anticipato, ETF e fondi comuni di investimento sono prodotti di investimento finanziario che permettono di “delegare” le decisioni di investimento al gestore di tali strumenti. Dunque, l'investitore non investe direttamente in singoli titoli, bensì delega a un gestore professionale le scelte legate all'impiego. In altri termini, fondi e ETF raccolgono i risparmi di una pluralità di investitori privati, occupandosi professionalmente della gestione finanziaria di tale patrimonio.

Ci sono tuttavia delle significative differenze tra i due strumenti.

Gestione passiva e attiva

Iniziamo con il sottolineare che gli ETF (Exchange Traded Fund) sono fondi di investimento quotati in Borsa, che hanno come obiettivo quello di replicare il proprio benchmark. Si tratta dunque di una gestione di tipo passivo, con il rendimento dell'ETF che sarà tendenzialmente pari a quello dell'indice azionario / obbligazionario cui fa riferimento.

I fondi di investimento hanno invece una gestione attiva. L'obiettivo del gestore del fondo è infatti quello di far sì che il proprio investimento superi il benchmark di riferimento. Naturalmente, non vi è alcuna garanzia che il gestore riesca a battere il benchmark e, anzi, non è raro che i fondi comuni di investimento maturino delle prestazioni peggiori di quelli del benchmark stesso.

Costi e commissioni

Un altro punto differenziale è legato ai costi.

Gli ETF, come abbiamo già avuto modo di sottolineare, non sono strumenti a gestione attiva, ma si limitano a replicare quanto accade nel mercato. Proprio per questo motivo hanno dei costi inferiori rispetto ai fondi comuni di investimento. Non ci sono di norma commissioni di entrata, di uscita o di performance.

Di contro, i fondi comuni di investimento hanno più costi a carico dei risparmiatori. Alle spese di sottoscrizione e di gestione occorrerà infatti aggiungere quelle di performance (se il fondo supera una determinata soglia di rendimento), e quelle legate alla banca depositaria.

Quotazione

Ricordiamo infine che una differenza sostanziale tra i due strumenti consiste nel fatto che gli ETF sono fondi quotati su un mercato regolamentato, alla pari delle azioni o di altri titoli. Possono dunque essere acquistati e venduti in qualsiasi momento di Borsa aperta. Il loro valore è aggiornato in tempo reale.

Di contro, i fondi comuni di investimento non sono quotati sul mercato e la loro partecipazione è rappresentata da quote il cui valore non è aggiornato in tempo reale ma, di norma, con qualche giorno di ritardo e con un solo valore per giorno.

Il Portafoglio All Weather

Le origini della teoria del portafoglio All Weather risalgono intorno alla metà degli anni '70, il cui fondatore fu Ray Dalio. Dopo aver fondato Bridgewater nel 1975, Ray Dalio voleva capire come si comportavano le attività finanziarie dopo gli shock economici. Dato che i prezzi degli asset sono determinati dalle aspettative che hanno gli operatori di mercato sul futuro dello strumento, ciò che può impattare maggiormente sui prezzi degli asset è un evento inaspettato, o meglio, un cigno nero. Partendo da questi presupposti, Ray Dalio decise di creare un portafoglio indifferente agli shock macroeconomici. Da questi principi ne deriva quindi che se un portafoglio è insensibile agli shock economici, il portafoglio considerato è ideale per investirci nel lungo periodo. Fu così che nel 1996 Ray Dalio costituisce il fondo All Weather, con l'obiettivo di creare un portafoglio indifferente ai diversi scenari economici ciclici che caratterizzano l'economia reale. Le fondamenta di questo portafoglio sono date dalla considerazione che non si saprà quale contesto economico dominerà il futuro, ma con questo portafoglio si avrà comunque una buona redditività. Si tratta di un principio rivoluzionario perché il rendimento di un portafoglio non dipenderà dagli scenari macroeconomici di riferimento, ma implementando questa strategia nel lungo termine, si possono ottenere ottimi rendimenti e soprattutto stabili. Nello specifico si tratta di una strategia passiva, che può essere messa in piedi anche con pochi ETF. I presupposti di questa teoria stanno di fatto nella costruzione di un portafoglio con obiettivo di lungo termine, che performi e crei rendimento in tutte gli scenari economici: inflazione, deflazione, crescita economica e decrescita economica. Alla base della logica del funzionamento del portafoglio All Weather ci sta l'intuizione da parte di Ray Dalio che, in linea di principio, esistono quattro macrocontesti economici principali, all'interno dei quali le attività finanziarie si comportano in maniera diversa, questi sono:

- Inflazione (prezzi in aumento)
- Deflazione (prezzi in calo)
- Espansione (mercati rialzisti)
- Recessione o Stagnazione (mercati ribbassisti)

Dall'analisi e dalla determinazione dei quattro scenari, si possono poi individuare quali asset performano meglio la relazione al contesto economico. In particolare, durante il periodo di deflazione, le obbligazioni danno rendimenti attraenti, durante una fase inflazionistica, le materie prime e nello specifico l'oro sono gli strumenti più indicati. In un contesto espansionistico le azioni (ovviamente) danno i profitti più elevati, mentre la liquidità, i titoli governativi e i beni rifugio sono gli strumenti più performanti durante una recessione. A

seguito di quanto detto, si può iniziare a definire la composizione ottimale di un portafoglio costruito secondo una strategia All Weather:

- Azioni (stocks): 30 %
- Obbligazioni a lungo termine: 40%
- Obbligazioni a breve termine: 15%
- Commodities: 7,5%
- Gold: 7,5%

Il profilo Rischio-Rendimento

Secondo i dati aggiornati del sito “The lazy portfolio” il portafoglio All Weather ha realizzato negli ultimi 10 anni l’8,1% annuo. Un rendimento di tutto rispetto e che difficilmente viene ottenuto con costanza nel tempo da altre strategie. Secondo i dati riportati dal sito di Bridgewater, il portafoglio All Weather non ha soltanto reso di più di un portafoglio interamente azionario (globale), ma lo ha battuto prendendo circa un terzo del rischio, avendo allo stesso tempo minori periodi di perdita: un portafoglio All Weather ha una volatilità media di circa il 4,5% , mentre un portafoglio azionario presenta una volatilità di circa il 15,5%. Questo è il vantaggio incredibile di un portafoglio All Weather. Dato che è immune agli shock macroeconomici e agli eventi improbabili, permette di raggiungere rendimenti eccellenti sopportando rischi decisamente bassi in relazione al rapporto rischio-rendimento. Questa particolarità emerge attraverso l’analisi dell’Indice di Sharpe, che rapporta il rendimento medio di un portafoglio al rischio sopportato per ottenere quel rendimento. Nello specifico, l’indice di Sharpe è un indicatore di efficienza e serve per confrontare due portafogli simili. L’indice di Sharpe di un portafoglio All Weather è decisamente alto.

Il portafoglio All Weather in un periodo di Zero Interest Rate Policy

Il portafoglio AW è meglio di un portafoglio 60/40 (60% azioni e 40% obbligazioni) per il semplice fatto che in uno scenario economico come quello attuale, con i tassi di interesse di riferimento a zero (ZIRP, Zero Interest Rate Policy)), non ha senso allocare il 40% del portafoglio in obbligazioni. Con i tassi di interesse sulle obbligazioni a lungo termine così bassi (tendenti a zero), le obbligazioni non possono più assolvere alla loro funzione di “alter ego” delle azioni. Ad esempio, quando negli anni ’80-’90 le obbligazioni davano interessi rilevanti, le loro cedole permettevano di far stare tranquilli gli investitori in periodi di crisi. Per tale ragione il loro prezzo, tendeva addirittura a crescere durante una crisi, soprattutto nel caso delle obbligazioni governative, di conseguenza il portafoglio riusciva a sopportare molto bene eventuali pesanti

perdite del mercato azionario. Questa condizione oggi non è osservabile dato che i tassi di interesse di riferimento sono pari a zero (ZIRP) o in alcuni casi negativi (NIRP – Negative Interest Rate Policy). Dal momento che le obbligazioni ad oggi non pagano interessi, il rischio percepito sul mercato obbligazionario è decisamente più alto e le successive perdite che si verificano sul mercato obbligazionario sono aumentate, possiamo affermare che allocare tra il 40 e il 60% non è una scelta efficiente.

Perchè scegliere un portafoglio All Weather e non un portafoglio azionario

Grafico storico

Possiamo rispondere a questo interrogativo mettendo in evidenza le ultime due crisi finanziarie: durante la Grande Crisi finanziaria e durante il Coronavirus, il Portafoglio All Weather è diminuito di meno della metà rispetto a un portafoglio 60 / 40 (azioni/obbligazioni statunitensi). Questo è il grande vantaggio che garantisce un AW: ridurre la volatilità e quindi il rischio di portafoglio, senza rinunciare al rendimento. Considerando il fatto che i forti cali nei mercati azionari si verificano molto più spesso di quanto si creda, e considerando che il fatto che l'essere umano per definizione è avverso alle perdite che preferisce non perdere soldi piuttosto che guadagnarne, ridurre i drawdowns diventa cruciale. Quando le azioni forniscono rendimenti elevati in un periodo di forte crescita, un portafoglio azionario avrà una performance decisamente migliore del portafoglio AW, che possiede “solamente” il 30% di azionario, ciononostante durante un periodo di stagnazione o di decrescita, il portafoglio AW è molto più efficiente. Generando un rendimento in ogni fase economica, il portafoglio AW riesce in modo più pragmatico, a perdere meno.

CONCETTO ANTIFRAGILITÀ E DI CIGNO NERO (TALEB) e RELAZIONE CON PORTAFOGLIO AW

Risk parity e post modern portfolio theory

L'approccio Risk Parity poggia su un unico principio: le asset class detenute in portafoglio devono offrire un premio per il rischio che è sommariamente lo stesso una volta aggiustato per il rischio, inoltre la loro sensibilità intrinseca ai mutamenti dello scenario economico non è la stessa. Prendendo per esempio in esame asset come le azioni, le obbligazioni o l'oro, si evince che sono strumenti che presentano livelli di rischio e di variabilità diversi. Il principio della Risk Parity è allocare tali asset in portafoglio attraverso delle percentuali e delle ponderazioni che fanno in modo che gli strumenti in portafoglio abbiano uguale premio al

rischio. Nel pratico dato che le azioni hanno una rischiosità maggiore di due tre volte rispetto alle obbligazioni, dato che per il principio appena citato questi due asset devono partecipare in maniera uniforme al rischio totale di portafoglio, il loro peso percentuale nel portafoglio non potrà essere lo stesso, sarà sempre maggiore la presenza di obbligazioni.

Nella Modern Portfolio Theory (MPT), invece gli asset vengono trattate puramente in termini di rischio e rendimento e vengono combinate in portafoglio al solo fine di ottenere un determinato rendimento.

Nella MPT viene fissato un determinato obiettivo di rendimento del 6,5% annuo e viene fatto un mix di azioni e obbligazioni per ottenere quel rendimento con la conseguenza negativa che il portafoglio renderà meno delle azioni, ma che comunque sarà decisamente correlato con le azioni, perché vedrà una forte presenza di azionario.

In uno scenario come quello attuale di tassi di interesse di riferimento a zero (ZIRP), costruire portafogli che rendono meno delle azioni ma sono comunque fortemente correlati con queste, dove le obbligazioni senza tassi di interesse hanno tassi di correlazione con le azioni sempre maggiore, può verificarsi una scelta inefficiente.

L'approccio Risk Parity mette le basi per quella che possiamo definire Post Modern Portfolio Theory che sostiene che anche se le diverse asset class hanno tassi di rendimento e di rischio differenti, è quando vengono messi insieme nello stesso portafoglio che creano quel mix efficace di strumenti che risponde in maniera elastica e positiva agli shock di mercato a breve termine, diventando quindi de-correlato alle classi di attività più rischiose. Il principio chiave di questa teoria è che queste asset class, quando perdono, lo fanno in momenti separati, e quando guadagnano, lo fanno in momenti separati. Proprio perché rispondono in maniera diversa agli shock e ai cambiamenti economici, messi in uno stesso portafoglio (scegliendo ovviamente gli strumenti giusti), creano valore. In pratica questa teoria ci suggerisce che è possibile strutturare un portafoglio di classi di attività in modo che le loro sensibilità allo scenario di riferimento si bilancino reciprocamente in maniera attendibile: in tal modo, si riesce a creare un asset allocation immune dagli shock economici e ambientali e a raggiungere l'obiettivo finale.

Un elemento chiave della teoria Risk Parity: la liquidità

Quando si investe, si sceglie di trasferire il proprio risparmio, la propria liquidità, a soggetti (aziende, Stati, banche) che invece ne hanno bisogno. Questa allocazione di liquidità deve essere ovviamente remunerata, o meglio, premiata, definendo quello che in finanza viene chiamato premio per la liquidità.

Il premio per la liquidità o anche premio per il rischio, viene definito dalla teoria del Capital Asset Pricing Model (CAPM), come differenza tra il rendimento della singola attività in cui si è deciso di investire e il rendimento risk free, che in un primo step può essere eguagliato al costo della liquidità stessa.

FORMULA → $R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$

Dove:

R_f : rappresenta il rendimento di un titolo privo di rischio;

R_m rappresenta il rendimento del portafoglio di mercato,

β_i : rappresenta il rischio sistematico del titolo stesso.

Il principio della Risk Parity, come detto, non richiede che il rendimento di ogni singola asset class sia positivo, ma che il suo premio al rischio sia positivo. In parole povere il rendimento dell'asset class i-esima può tranquillamente essere negativo, ma l'importante è che sia superiore al costo della liquidità, ovvero del tasso risk free. Possiamo quindi dedurre che una condizione di efficienza imposto dalla teoria sottostante la costruzione di un portafoglio All Weather è che il rendimento di ogni asset class abbia un rendimento maggiore del costo della liquidità.

L'approccio strategico in ottica di costruzione del portafoglio AW ha come principio quello di mantenere un'esposizione al rischio simile per le attività che performano nei quattro scenari macro-economici di riferimento: espansione, recessione, aumento e decremento di inflazione. Ovvero mantenere un approccio al rischio paritario, imponendo alla strategia in questione che i quattro scenari attraverso i quali potrà svilupparsi l'economia siano equiprobabili, nel pratico si tratta di assegnare un peso del 25% a ognuno dei 4 scenari. La chiave è quindi quella di distribuire il rischio in modo uniforme sui quattro scenari e sulle quattro asset class che si comportano in maniera diversa nei quattro scenari equiprobabili. Questa è l'essenza del modello risk parity.

Di conseguenza, quando un asset class sarà profittabile, ce ne sarà sicuramente un'altra che starà perdendo. Per esempio, in fase di forte crescita economica, le azioni saranno l'asset più redditizio, mentre la liquidità e l'oro non daranno lo stesso premio al rischio. Di conseguenza si interverrà con i consueti ribilanciamenti, riportando le asset class ai loro pesi iniziali, riprendendo in tal modo, la strategia Balanced Beta Investing.

Nello specifico una volta definito il contributo che ogni asset class dà al rendimento aggiustato per il rischio di portafoglio e definito quindi il beta di ogni singola asset class con il mercato, la gestione nel tempo del portafoglio prevede di ribilanciare le attività stesse, riportandole ai loro pesi iniziali, mantenendo in questo modo intatta la logica del risk parity.

Paradossalmente l'approccio in questione è controintuitivo, perché ha come assunto di base quello di vendere attività che stanno guadagnando e comprare quelle che stanno perdendo.

AUMENTARE IL RENDIMENTO DEL PORTAFOGLIO SENZA AUMENTARE IL RISCHIO: LA LEVA

La leva finanziaria consiste nella capacità di investire più denaro di quello disponibile, prendendolo a prestito da altre banche o broker: questo significa che i tassi di rendimento e di perdita vengono raddoppiati, triplicati, decuplicati ecc. in funzione della leva finanziaria. Facendo un esempio si può immaginare una situazione in cui si fa un investimento di 100 euro con una leva 1:10. Ciò significa che verranno aperte posizioni di 1000 euro e i Profit&Loss saranno calcolati su questo importo: questo significa che si potranno ottenere performance superiori al capitale investito con discreta facilità. Difatti, una performance del 10% farà guadagnare 100 euro, che però sul capitale di partenza (100 euro), rappresentano una performance del 100%. Quanto detto è però vero anche per le perdite, infatti utilizzando la leva si possono perdere capitali anche maggiori di quelli investiti. Condizione necessaria per utilizzare la leva finanziaria è che il costo della liquidità da prendere a prestito sia inferiore al costo di tutte le altre asset class in cui si decide di investire. Dato per assunto (come detto in precedenza) che il portafoglio AW renda in media il 6,5% annuo ma che l'investitore voglia provare a raggiungere un rendimento del 10% annuo, la teoria classica ci suggerirebbe che per raggiungere questo obiettivo bisogna per forza aumentare il rischio del portafoglio stesso e conseguentemente la volatilità delle asset class in cui si investe. La Post Modern Portfolio Theory, invece, che tratta il rischio non come volatilità ma come Downside risk (cioè rischio come perdite complessive massime di portafoglio e non come variabilità dei prezzi) ammette anche che ciò possa non avvenire, rispettando il principio della Risk Parity. Per esempio, per ottenere rendimenti del 10% potrei lavorare con una leva 1:3 sulle obbligazioni corporate o 1:5 sulle obbligazioni Governative, mentre sulle azioni basterebbe una leva 1:1 al massimo 1:1,5. Il profilo di rischio di ogni singolo strumento che compone il portafoglio è stato modificato, ma a livello globale, rispettando la logica del risk parity, non viene aumentato il rischio di Downside. Questo aspetto è di cruciale importanza.

Ora prendiamo in considerazione questo portafoglio All Weather:

- 30% 2X Azionario
- 10% 3X Corporate Bonds
- 30% 4X Global Long Term Bonds
- 15% 5X Intermediate Bonds
- 15% 2X Gold

Per implementare questo portafoglio possono essere utilizzati anche in questo caso ETFs, scegliendo quelli a leva. Abbiamo aumentato il rischio di ogni singola asset class, ma calibrando in modo efficiente il portafoglio, il rischio complessivo non è aumentato.

Bisogna a questo punto specificare però che gli ETF (o gli ETP) a leva non porteranno mai a realizzare perdite che eccedono il capitale investito, anche se la perdita è superiore al 100%, e questo perché chi emette questi strumenti inserisce delle protezioni intra-day che non permettono che il prodotto finanziario in questione vada sottozero. Gli ETP invece, spesso dispongono di un meccanismo interno elaborato per evitare che gli ETP scendano a 0 euro in un giorno. Nel caso ci dovesse essere un movimento di mercato estremo, per esempio se l'S&P 500 perde il 20% (60% se consideriamo la leva presa prima in considerazione) allora il corrispondente ETP si ribilancerebbe intra-day per garantire che l'ETP stesso non scenda a 0 euro. Tale ribilanciamento è un processo analogo al ribilanciamento quotidiano che si verifica alla fine di ogni giorno. Il ribilanciamento intraday riduce la sensibilità verso ulteriori ribassi al di sotto del 20% pur mantenendo una certa esposizione a eventuali rimbalzi. Arrivati a questo punto possiamo concludere sostenendo che se vale sempre il principio della Risk Parity e di conseguenza il fatto che queste asset class che compongono il portafoglio quando perdono lo fanno in momenti separati e quando guadagnano lo fanno in momenti separati, allora l'effetto leva non fa altro che amplificare i movimenti delle singole asset class, ma a livello globale il portafoglio avrà sempre quel dato downside risk. Nel pratico ciò significa che se sulle azioni si perde il 60% anziché il 30%, perché si sta utilizzando un ETF a leva 1:2, dalle altre asset class si guadagnerà il 70%, anziché solo il 20%, che tradotto significa che il rendimento è aumentato, ma non è aumentato il rischio, in termini di downside risk. Questa è la vera potenza del Risk Parity che permette di superare il limite dato dal classico trade-off rischio/rendimento. L'unico svantaggio che si ha è incorrere in momenti in cui la liquidità ha un costo maggiore del rendimento di alcune classi di rischio. Mentre il rischio del portafoglio tradizionale è in larga parte funzione del rischio delle azioni, il rischio di questo portafoglio è che altre classi di attività, in media, sotto performeranno la liquidità. Questa tipologia di rischio è sostanzialmente nulla nel lungo periodo, e

inoltre, la quantità di leva necessaria per creare questo tipo di portafoglio è in genere molto bassa. In conclusione, possiamo dire che un portafoglio costruito con una leva moderata e se altamente diversificato, è decisamente meno rischioso di uno senza leva finanziaria ma non diversificato.

L'immunizzazione del portafoglio

Le prime strategie per effettuare un'immunizzazione di portafoglio sono costituite da operazioni in derivati, sono strategie che permettono di “salvaguardare” portafoglio da una caduta generalizzata, ma hanno una serie di problemi, due tra questi sono il fatto che sono molto dispendiose in termini di tempo e poi il fatto che sono molto costose in termini di denaro. Se per esempio si acquistano delle opzioni put, ovvero “assicurazioni contro il crollo”, bisogna pagare dei premi per assicurarsi, premi che verranno persi se il mercato non crolla. La logica sottostante è molto simile a quella di un'assicurazione sulla macchina: pago il premio contro il furto, se poi il furto non si verifica avrò perso il premio.

Allo stesso modo, se metto nel portafoglio l'Indice Vix (ovvero l'indice che replica la deviazione standard dell'S&P500), nel lungo periodo perderò sempre, per una serie di effetti tecnici, tra cui il Contango e soprattutto perché nel lungo periodo la volatilità di mercato è bassa, salvo poi avere importanti variazioni in particolari momenti. Di conseguenza una probabile strategia potrebbe essere quella di allocare una piccola parte di patrimonio (es. 5-6 %) sul Vix avendo come sottostante un ragionamento logico che nel caso di crollo dei mercati azionari, la forte impennata dell'indice Vix immunizzerà lo storno del portafoglio.

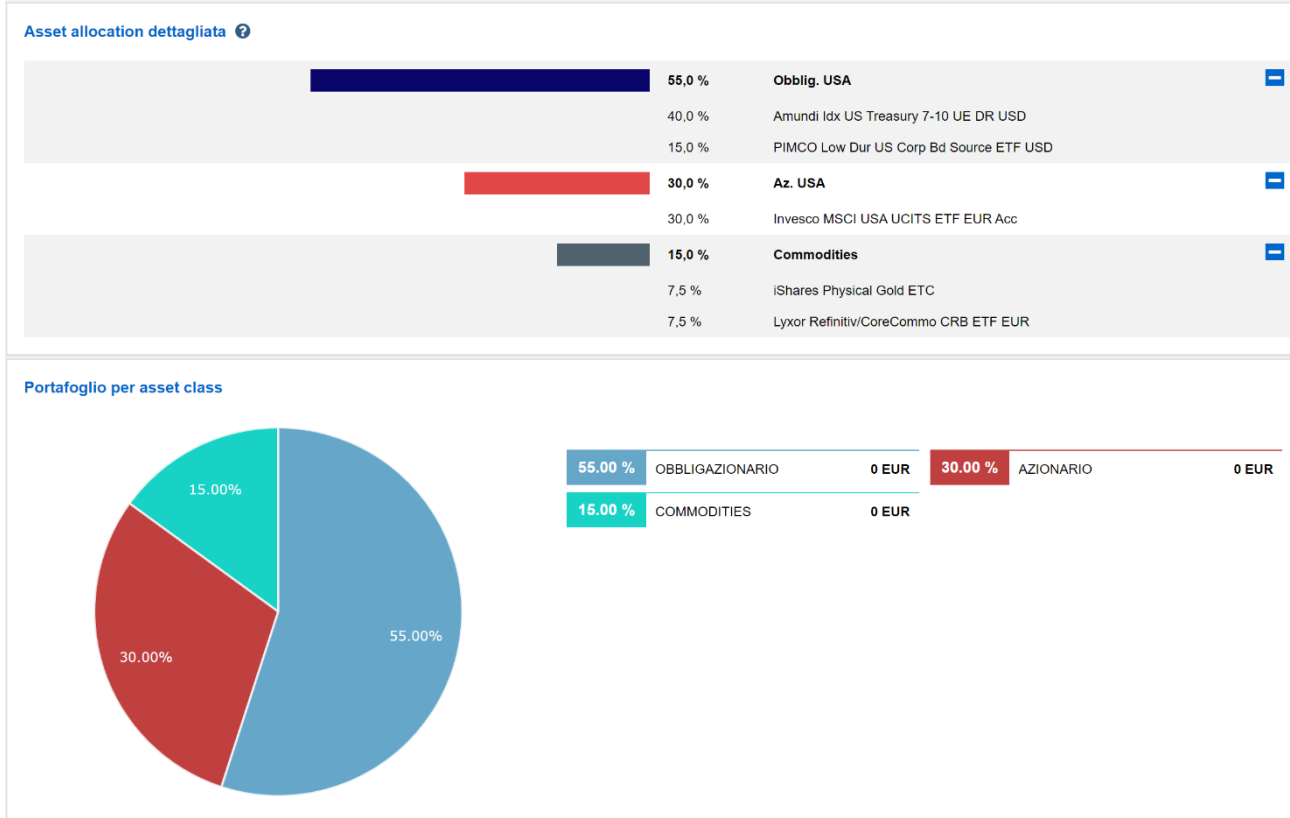
Il problema è dato dal fatto che questo ipotetico 5% allocato sul VIX, usando un ETF che ne replichi l'andamento, a lungo andare, soprattutto quando i mercati vanno bene o sono stabili, potrebbe annullarsi. Infatti, nello specifico da una parte la volatilità bassa (i periodo in cui questa resta bassa sono molti di più rispetto a quando questa si impenna) farà perdere valore all'ETF, dall'altra parte il Contango andrebbe a rosicchiarsi il capitale residuo poco alla volta, con il risultato finale che l'investimento sul Vix potrebbe facilmente tendere a zero e non esistere quando la volatilità si alzerà o comunque potrebbe essere un valore così piccolo non sarà in grado di immunizzare il portafoglio al momento opportuno.

Possiamo in conclusione affermare che immunizzare completamente il portafoglio da una crisi generalizzata è molto difficile per un investitore retail.

Case study: il Portafoglio All Weather

Di seguito viene riportata l’analisi a 360 gradi di un portafoglio costruito secondo la logica di una strategia All Weather.

Asset Allocation e Esposizione



(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Partendo dall’esposizione, nel comparto denominato “asset allocation dettagliata” si possono vedere le percentuali dei singoli strumenti che compongono il portafoglio All Weather. Come già detto un portafoglio All Weather si costruisce in questo modo:

- 30% Azionario
- 40% Obbligazionario a lungo termine
- 15% Obbligazionario Breve termine
- 7,5% Gold

-7,5%

Possiamo ritrovare questo specifico “spacchettamento” all’interno del comparto “portafoglio per asset class”.
Cone si può notare, la divisione presentata in figura segnala :

- 30% Azionario
- 55% obbligazionario , numero dato dalla somma del 40% di Obbligazionario a lungo termine e del 15% di obbligazionario a breve termine
- 15% Commodities, dato dal 7,5% di ETF sull’indice delle materie prime, più il 7,5% di gold

Le Performance

Performance backtest al 01/06/2021

Rolling ☒ Civili

Dati	1 sett.	1 mese	3 mese	6 mese	1 anno	3 anni	5 anni	8 anni	10 anni
Performance cumulativa TWR (%)	0,46	-0,69	1,90	3,27	3,91	27,34	34,40	73,71	117,33
Performance annualizzata TWR (%)	-	-	-	-	3,91	8,39	6,09	7,15	8,07
Volatilità (%)	-	-	5,51	6,51	6,41	7,61	7,34	7,94	8,00
Sharpe ratio	-	-	1,51	1,09	0,68	1,16	0,88	0,93	1,03
Max drawdown (%)	-0,62	-2,08	-2,08	-3,20	-3,20	-12,94	-12,94	-12,94	-12,94

(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Finalmente le performance. Le performance vengono definite tenendo conto in questo caso dei parametri che configurano il rischio e il rendimento, e quindi: la performance cumulativa, la performance annualizzata, la volatilità, l’indice di Sharpe e il Max drawdown.

Prenderemo in prima battuta in considerazione le performance annualizzate. Come si evince dalla tabella, nei 10 anni il portafoglio All Weather registra un rendimento annualizzato medio del 6,7% , si tratta già di un ottima performance considerando il lungo periodo.

Il valore del rendimento attualizzato medio nei 10 anni assume ancora più valore se andiamo ad osservare quanto rischio si è preso il nostro portafoglio per farci avere un rendimento medio del 6,7%.

Partendo dalla volatilità, il nostro portafoglio ha “subito” una oscillazione intorno al suo punto medio nei 10 anni pari al 7,1%, un livello di volatilità decisamente basso.

Entriamo ancora di più nello specifico di quanto detto, unendo i concetti di rischio e di rendimento nella definizione di Indice di Sharpe, che come già detto è un indicatore che misura l'extra-rendimento, rispetto al tasso risk free, realizzato da un portafoglio (o da un fondo) per unità di rischio complessivo sopportato.

Come mostra la tabella, l'indice di Sharpe di un portafoglio All Weather è decisamente elevato nei dieci anni, ciò indica che il nostro portafoglio è molto efficiente nel lungo termine, in termini di rischio e rendimento. Difatti, l'indice di sharpe medio nei 10 anni è pari a 1,04. Un valore ottimo.

L'ultimo valore da considerare è quello relativo al max drawdown. Il drawdown è la discesa, la correzione, da un precedente massimo relativo o massimo assoluto fino al punto di minimo. Per alcuni versi possiamo definire il max drawdown come il rischio di perdita massima che puoi subire. Nel caso specifico del portafoglio All Weather, il max drawdown nei 10 anni è pari al 12,94%, che in caso di crisi aggravata o di shock economico, è una perdita più che accettabile.

Gli Strumenti

Pesi %	Nome	Codice ISIN	YTD	1 anno	3 anni	5 anni	Data
40,00	Amundi Idx US Treasury 7-10 UE DR USD	LU1681040652	-4,07 %	-14,00 %	11,85 %	3,25 %	01/06/2021
30,00	Invesco MSCI USA UCITS ETF EUR Acc	IE00B60SX170	11,56 %	28,21 %	56,48 %	101,64 %	01/06/2021
15,00	PIMCO Low Dur US Corp Bd Source ETF USD	IE00BP9F2H18	1,11 %	-4,86 %	8,43 %	8,34 %	01/06/2021
7,50	iShares Physical Gold ETC	IE00B4ND3602	0,75 %	-0,36 %	39,15 %	41,33 %	01/06/2021
7,50	Lyxor Refinitiv/CoreCommo CRB ETF EUR	LU1829218749	23,97 %	42,69 %	0,53 %	4,42 %	01/06/2021

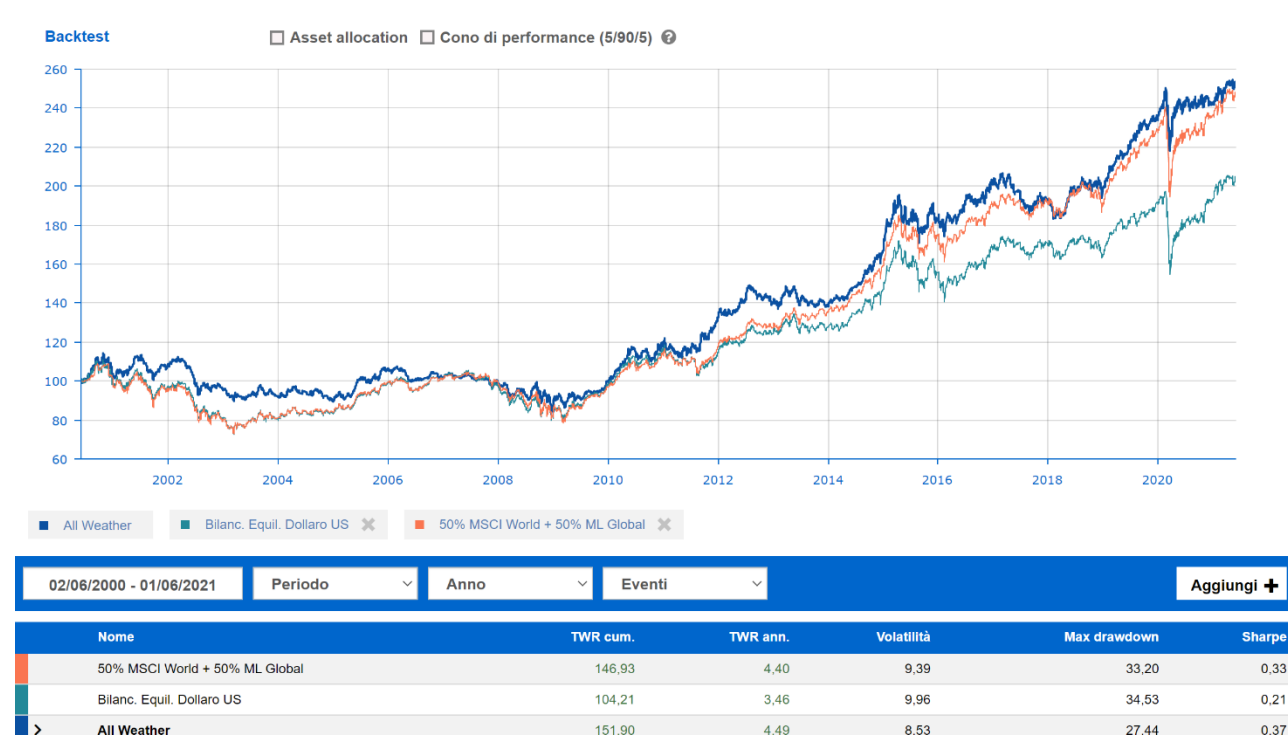
(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Nella tabella superiore vengono indicati gli strumenti selezionati per la composizione ottimale del nostro portafoglio All Weather. Come da definizione, 5 strumenti che definiscono la struttura dell' All Weather:

- 30% azionario : Invesco MSCI USA UCITS ETF EUR Acc
- 40% obbligazionario di lungo termine: Amundi Idx treasury 7-10 UE DR USD
- 15% obbligazionario breve termine: PIMCO Low Dur US Corp Bd Source ETF USD
- 7,5% oro: iShares Physical Gold ETC
- 7,5% commodities: Lyxor Refinitiv/ CoreCommo CRB ETF EUR

Gli strumenti appena definiti sono stati selezionati in base a diversi criteri, tra cui: rendimento annualizzato, volatilità, expense ratio, Var al 95%, indice di sharpe, downside risk, max drawdown, sortino , delta sul benchmark.

Confronto di un portafoglio All Weather con la Categoria e con un suo ipotetico Benchmark



(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Qua vediamo i risultati. Da un'analisi grafica e numerica effettuata dal 2000 ad oggi, possiamo trarre delle prime vere e concrete conclusioni sulla sostenibilità e la redditività di un portafoglio All Weather. Di primo impatto, basta guardare l'immagine grafica per vedere che dal 2000 al 2021 il nostro portafoglio All Weather ha sempre overperformato sia la sua categoria che il suo benchmark. Sempre, incredibile.

Si può rafforzare questa prima e già decisiva conclusione. Nei 20 anni non solo il portafoglio All Weather ha battuto a livello di rendimenti sia la sua categoria che il suo benchmark, ma lo ha fatto mantenendo anche una volatilità più bassa (paria all'8,53% nei 20 anni contro il 9,96% e il 9,39% della sua categoria e benchmark), con un indice di sharpe più elevato e con un maxdrawdown più basso.

Basta veramente poco per dimostrare che nel lungo periodo tutti i parametri sono a favore di un portafoglio all weather.

Come già detto, se avessimo effettuato il confronto con un portafoglio azionario, quest'ultimo nel lungo periodo avrebbe avuto, grazie alla percentuale doppia di azioni che detiene (60% di azioni per un portafoglio azionario mentre il 30% di azioni per un portafoglio All Weather), un rendimento più elevato, accompagnato però da una deviazione standard e un maxdrawdown decisamente più elevati.

Analisi di Scenario

Scenario	Perf. portafoglio	Perf. Indice	Delta
Subprimes - 2007 (2007-07-01 > 2008-09-14)	-3.48 %	-21.24 %	17.76 %
Fallimento Lehman Brothers - 2008 (2008-09-15 > 2009-03-09)	-10.87 %	-39.27 %	28.40 %
Ripresa dopo il fallimento Lehman Brothers (2009-03-10 > 2011-07-04)	30.03 %	78.65 %	-48.62 %
Crisi del debito sovrano - 2011 (2011-07-05 > 2011-09-22)	8.28 %	-12.52 %	20.80 %
Ripresa dopo la crisi del debito sovrano (2012-07-27 > 2014-06-10)	0.02 %	33.13 %	-33.11 %
Crisi del rublo russo - 2014 (2014-07-08 > 2014-12-16)	7.87 %	3.01 %	4.86 %
Crack della borsa in Cina - 2015 (2015-08-11 > 2015-09-29)	-4.55 %	-13.87 %	9.32 %
La grande incertezza (2015-12-04 > 2016-02-11)	-6.27 %	-17.48 %	11.21 %
Ripresa dopo la grande incertezza (2016-02-11 > 2017-12-31)	9.13 %	37.95 %	-28.82 %
Guerra commerciale - 2018 (2018-10-03 > 2018-12-24)	-4.57 %	-16.18 %	11.61 %
Accordo commerciale - 2019 (2019-10-08 > 2020-01-23)	3.67 %	11.25 %	-7.58 %

(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Questa tabella molto interessante, ci mette in relazione le performance passate del nostro portafoglio con le performance dell'indice. Come salta all'occhio, stiamo analizzando un portafoglio che nel periodo della crisi dei Subprimes (2007) e nel momento del Fallimento di Lehman Brothers (2008), ha perso rispettivamente

il 3,48% e il 10,87% , un risultato incredibile se paragonato all'indice che ha perso negli stessi eventi rispettivamente il 21,24% e il 39,27%.

Poi logicamente, come già detto nei momenti di ripresa l'indice che detiene più azionario cresce decisamente di più.

Lo scopo di un portafoglio All Weather è quello di essere il più leggero, snello e efficiente possibile, tagliando le perdite, e generando reddito in qualunque fase si trovi l'economia reale.

Diversificazione e Decorrelazione

Diversificazione		1 anno	3 anni	5 anni					
		Correlazione dei fondi tra loro							
		1	2	3	4	5			
1	Invesco MSCI USA UCITS ETF EUR Acc	1,00	0,14	-0,25	0,09	0,54			
2	iShares Physical Gold ETC	0,14	1,00	0,24	0,09	-0,01			
3	Amundi Idx US Treasury 7-10 UE DR USD	-0,25	0,24	1,00	0,78	-0,13			
4	PIMCO Low Dur US Corp Bd Source ETF USD	0,09	0,09	0,78	1,00	0,24			
5	Lyxor Refinitiv/CoreCommo CRB ETF EUR	0,54	-0,01	-0,13	0,24	1,00			

Verde: potenziale di diversificazione (correlazione inferiore a 0.6)
Arancione: Potenziale di diversificazione medio (correlazione tra 0.6 e 0.9)
Rosso: Scarso potenziale di diversificazione (correlazione superiore a 0.9)

(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Il grafico finale ci rivela che l'obiettivo dell'All Weather , a livello di composizione e struttura è stato pienamente raggiunto. Tutti gli strumenti scelti in portafoglio secondo le asset class predefinite: azionario, obbligazionario lungo termine, obbligazionario breve termine, materie prime e oro, sono perfettamente diversificati e decorrelati. Logicamente, gli unici strumenti che hanno un livello maggiore di correlazione sono l'Obbligazionario a lungo termine e l'obbligazionario a breve termine .

La diversificazione è un aspetto cruciale del portafoglio All Weather, principio senza il quale non potrebbe essere costruito un portafoglio con questa strategia.

Come implementare un AW

La tattica più efficace per costruire un portafoglio AW passa in prima battuta attraverso una selezione di ETF a basso costo. L'elemento costo è cruciale nella selezione di un ETF.

La base di costruzione di un portafoglio AW prevede un'allocazione delle seguenti classi di rischio:

- 30% azioni
- 40% obbligazioni
- 15% commodities e oro
- 15% cash o obbligazioni short term
-

L'unica vera problematica che si riscontra nella costruzione di un portafoglio AW è che essendo una strategia pensata in America e adottata da investitori americani, va adattata ad un investitore europeo. In virtù di quanto detto, una strategia alternativa per costruire un portafoglio All Weather ad hoc per un investitore europeo può essere la seguente:

- 40 % obbligazioni Usa a lungo termine (Treasury Bond)
- 30 % azionario americano (S&P 500)
- 15% obbligazioni Usa a breve termine
- 7,5% oro
- 7,5% indice delle materie prime

Questo esempio può ovviamente essere modificato a seconda delle aspettative, del capitale investito e del profilo di rischio dell'investitore.

Per esempio, la componente azionaria presa in esame (S&P 500) può essere modificata inserendo un azionario globale (MSCI World) insieme o al posto dell S&P 500, oppure diversificare ancora di più aggiungendo un ETF sugli emerging markets. Ovviamente più un portafoglio è granulare, e più riesce a essere elastico, ma diventa decisamente più difficile da gestire, soprattutto in ottica ribilanciamento; ribilanciare molti strumenti secondo la logica della Risk Parity è decisamente complicato.

Come già detto però, la problematica è che il portafoglio AW è stato ideato in America per investitori americani, di conseguenza quell'asset class non può essere perfettamente efficiente per gli investitori europei. Basti pensare al fatto che diversi strumenti soggetti al rischio di cambio essendo emessi in dollari. Il dollaro ha un effetto rilevante sui mercati, essendo considerato bene rifugio e va considerata la differenza nel detenere obbligazioni a medio termine USA in dollari per un americano rispetto al detenere Government bond europei per un europeo, o per esempio nel detenere titoli di stato americani per un europeo. Nel lungo periodo, il 40% del portafoglio potrebbe essere soggetto a una variazione sfavorevole dei tassi di cambio, ovvero a un deprezzamento del dollaro. L'altra problematica da valutare è quella del gestire una parte rilevante di portafoglio in obbligazioni che ad oggi, in epoca di Zero Interest Rate Policy, da zero rendimento. Sulla base di questa considerazione, in un portafoglio AW la componente obbligazionaria è quella più difficile da replicare per un investitore europeo.

Ciononostante, è comunque strategica la scelta di allocare il 40% del portafoglio in obbligazioni per un semplice motivo: il portafoglio AW deve essere costruito per sopravvivere in ogni congiuntura di mercato e deve quindi essere strutturato non considerando solamente lo scenario attuale, ma prevenendo anche gli altri tre scenari. Difatti, nel caso non venisse inserita la componente obbligazionaria, il portafoglio rimarrebbe scoperto in due congiunture economiche su 4.

Per risolvere il problema relativo alla detenzione in portafoglio di una valuta forte come il dollaro, una possibile soluzione potrebbe essere quella di modificare la componente obbligazionaria a medio termine in una componente monetaria (obbligazioni a brevissimo termine) o direttamente in cash. Le efficienze risultanti da questa modifica sono di due tipi: la prima è che gli investitori con un profilo di rischio prudente avranno una parte di portafoglio che lo stabilizzerà nei momenti di crisi; la seconda è che gli investitori con un profilo di rischio più aggressivo, potranno manovrare il loro portafoglio usando queste risorse, verso strategie allocative più reattive in periodi di crisi.

A seguito di quanto detto possiamo rivedere la strategia di costruzione di un portafoglio AW in questo modo:

- 20% Azionario Globale (MSCI World)
- 10 % Azionario Usa (S&P 500)
- 10% Bond Inflation Linked
- 10% Global Government Bond
- 10% Corporate & Convertible Bond EU
- 5% Treasury Bond Usa breve termine (1-3 y)
- 15% High Quality Short Term Bond
- 20% gold

Questo diverso mix di obbligazioni consente al portafoglio di generare rendimento in qualsiasi scenario economico. Per esempio, la scelta di inserire un Inflation Bond ad oggi può sembrare una scelta fuori dal

normale, dato che le aspettative di inflazione si stanno alzando ma sono ancora molto basse, ma il portafoglio deve essere costruito considerando anche un eventuale scenario di alta inflazione.

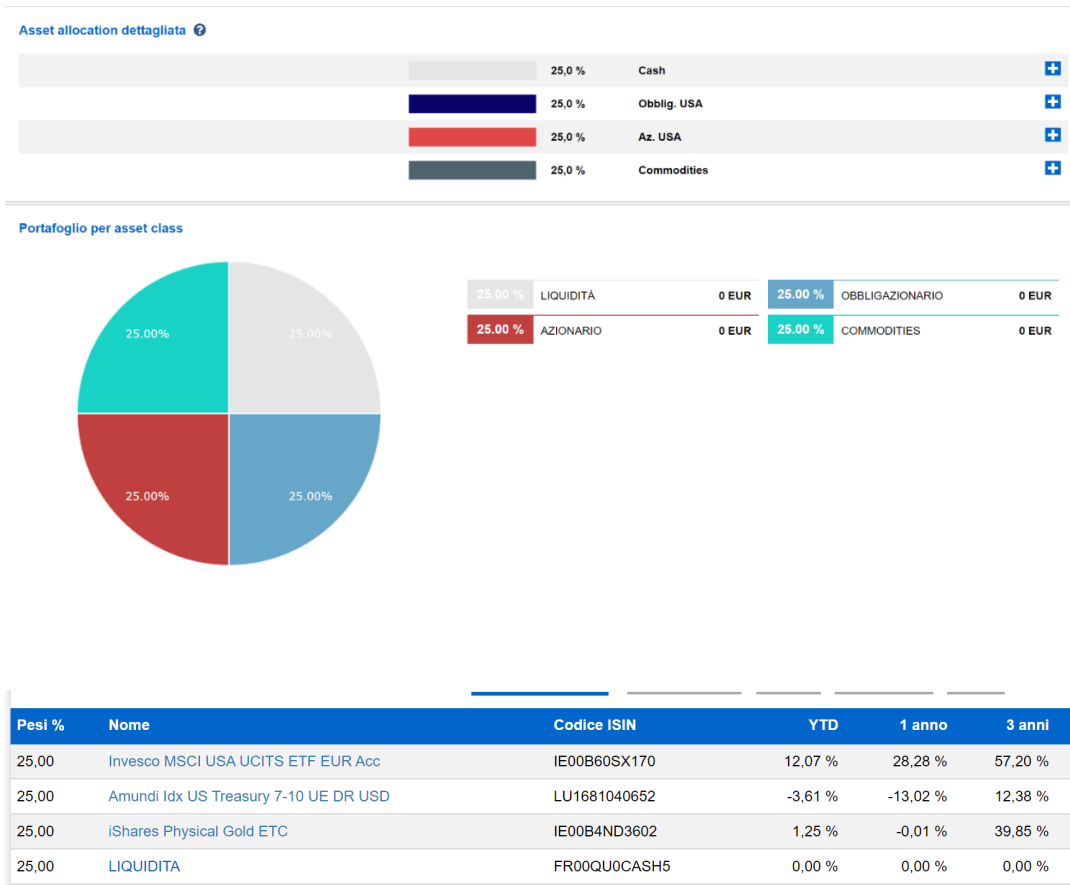
Il Golden Butterfly Portfolio

Il GBP è una variante del portafoglio AW, adottata da investitori con profilo di rischio più aggressivo, e che appartiene sempre alla grande famiglia dei Permanent Portfolios. La strategia del Permanent Portfolio prevede un’allocazione ancora più semplificata di quella dell’AW perché suddivisa in questo modo:

- 25% Azioni
- 25% Obbligazioni
- 25% Oro
- 25% Cash

La filosofia sottostante questo tipo di portafoglio è però sempre la stessa: valutare gli asset non in termini di rischio-rendimento, ma in termini di decorrelazione, creando mix di strumenti che possano generare reddito in ogni contesto di mercato.

Caso Pratico Permanent Portfolio



(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Dati	1 sett.	1 mese	3 mese	6 mese	1 anno	3 anni	5 anni	8 anni	10 anni
Performance cumulativa TWR (%)	0,29	0,81	4,24	3,05	3,37	28,25	35,24	63,72	91,55
Performance annualizzata TWR (%)	-	-	-	-	3,37	8,65	6,22	6,36	6,72
Volatilità (%)	-	-	3,97	4,61	5,12	6,39	6,03	6,47	6,57
Sharpe ratio	-	-	4,67	1,45	0,75	1,42	1,10	1,02	1,04
Max drawdown (%)	-0,54	-1,43	-1,43	-3,49	-3,95	-10,73	-10,73	-10,73	-10,73

(grafico strutturato personalmente da quantalys)



(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Scenario	Perf. portafoglio	Perf. Indice	Delta
Subprimes - 2007 (2007-07-01 > 2008-09-14)	-3.31 %	-21.24 %	17.93 %
Fallimento Lehman Brothers - 2008 (2008-09-15 > 2009-03-09)	-11.02 %	-39.27 %	28.25 %
Ripresa dopo il fallimento Lehman Brothers (2009-03-10 > 2011-07-04)	32.35 %	78.65 %	-46.30 %
Crisi del debito sovrano - 2011 (2011-07-05 > 2011-09-22)	8.34 %	-12.52 %	20.86 %
Ripresa dopo la crisi del debito sovrano (2012-07-27 > 2014-06-10)	-3.91 %	33.13 %	-37.04 %
Crisi del rublo russo - 2014 (2014-07-08 > 2014-12-16)	5.46 %	3.01 %	2.45 %
Crack della borsa in Cina - 2015 (2015-08-11 > 2015-09-29)	-2.91 %	-13.87 %	10.96 %
La grande incertezza (2015-12-04 > 2016-02-11)	-1.3 %	-17.48 %	16.18 %
Ripresa dopo la grande incertezza (2016-02-11 > 2017-12-31)	7.71 %	37.95 %	-30.24 %
Guerra commerciale - 2018 (2018-10-03 > 2018-12-24)	-2.38 %	-16.18 %	13.80 %
Accordo commerciale - 2019 (2019-10-08 > 2020-01-23)	3.6 %	11.25 %	-7.65 %
Coronavirus - 2020 (2020-02-19 > 2020-03-16)	-10.03 %	-31.7 %	21.67 %

(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Diversificazione

		1 anno	3 anni	5 anni		
		Correlazione dei fondi tra loro				
		1	2	3	4	
1	Invesco MSCI USA UCITS ETF EUR Acc	1,00	-0,25	0,14	0,00	
2	Amundi Idx US Treasury 7-10 UE DR USD	-0,25	1,00	0,24	0,00	
3	iShares Physical Gold ETC	0,14	0,24	1,00	0,00	
4	LIQUIDITA	0,00	0,00	0,00	1,00	

Verde: potenziale di diversificazione (correlazione inferiore a 0.6)
Arancione: Potenziale di diversificazione medio (correlazione tra 0.6 e 0.9)
Rosso: Scarso potenziale di diversificazione (correlazione superiore a 0.9)

(grafico strutturato personalmente da quantalys)

Commento:

Per quanto riguarda le performance di lungo periodo il Permanent Portfolio genera rendimenti inferiori sia rispetto al mercato azionario che a un 60-40 azioni obbligazioni, ma la maggiore efficienza del GBP nel lungo periodo sta nel ridurre fortemente la volatilità e soprattutto le perdite massime, e ciò lo rende più efficiente in termini di rendimento aggiustato per il rischio.

Se un investitore presenta un profilo di rischio più aggressivo, può comunque optare per una versione del Permanent aggiustata. Per esempio, se dopo esser partiti con uno standard Permanent, lo si voglia implementare con acquisti di azionario ad ogni calo di borsa, sempre adoperando i consueti ribilanciamenti, si riesce a compensare l'effetto che nel lungo periodo il permanent portfolio rende di meno di un portafoglio standard 60% azioni 60% obbligazioni.

Per concludere, dopo quanto detto si possono definire due tipi di soluzioni a seconda del profilo di rischio dell'investitore:^{7u7}

1. Per un investitore con profilo di rischio medio che si “accontenta” (si parla sempre di un 6,5% annuo mantenendo un basso rischio) del rendimento di un AW, si può mantenere inalterato nel lungo termine il portafoglio, ribilanciandolo verso le proporzioni iniziali almeno una volta l'anno
2. Per un investitore con profilo di rischio più aggressivo, ci si può orientare verso un GDP o un AW “aggiustato”, investendo nel mercato azionario quando lo stesso storna in maniera pesante.

CONCLUSIONI

Le conclusioni di questo lavoro sono state scritte contestualmente al progetto, e sono presenti in ogni argomento. Il lavoro di tesi fin dalla prima pagina ha messo le basi teoriche per arrivare alla conclusione pratica e lampante che l'All Weather nel lungo periodo vince e perde di meno. La maggior parte delle strategie conosciute non permettono di arrivare a conclusioni simili. All Weather ci permette di calcolare e di fare una precisa previsione futura, cosa impossibile in finanza, poiché essendo costruito per ognuno dei quattro scenari possibili nel contesto macroeconomico reale, sappiamo con certezza che al cambio di scenario, alla variazione dei tassi inflazionistici o in un momento di decrescita economica, il nostro All Weather è costruito in modo tale che, avremo redditività e le perdite saranno tagliate.

Non c'è niente di più rassicurante e affidabile per un investitore di lungo termine.

Sitografia

- www.tandfonline.com
- www.thebalance.com
- www.blog.moneyfarm.com
- www.ft.com
- www.quantalys.com
- www.morningstar.com
- www.am.jpmorgan.com
- www.bridgewater.com
- www.zerohedge.com
- www.investing.com
- www.ilsole24ore.com
- www.samasmasterclass.com
- www.dailyfx.com
- www.bloomberg.com
- www.yahoofinance.com
- www.milanofinanza.com
- www.barrons.com
- www.mfdowjones.com
- www.businessinsider.com
- www.investopedia.com
- www.esma.europa.eu
- www.nerdwallet.com
- www.jstor.org
- www.vanguard.co.uk
- www.nytimes.com
- www.marketwatch.com
- www.investor.spglobal.com
- www.ecb.europa.eu
- www.forexfactory.com
- www.mataf.net

Bibliografia

- Nicholas Taleb – Il cigno nero
- Nicholas Taleb – Antifragile
- Nicholas Taleb – Giocati dal caso
- O. Blanchard, A. Amighini , F. Giavazzi – Macroeconomia, una prospettiva europea
- G. Galletta – Investire come il più grande Hedge Fund del mondo
- R. Dornbusch, S. Fisher, R. Starz, G. Canullo, P. Pettenati – Macroeconomia
- Natale – La politica monetaria della Banca Centrale Europea
- Van K. Tharp – Trade your way to financial freedom
- A Banfi, M. Biasin, M. Oriani, G. Raggetti – Economia degli intermediari finanziari
- M. Fornasari – La Banca, la Borsa , lo Stato
- John C. Bogle – Il piccolo libro dell'investimento
- M. De Pra – La finanza
- Graham – The Intelligent Investor