

(Dis)Equilibri e Opportunità

Mario Baronci, CAIA
Portfolio Manager, Multi Asset

XVIII Itinerario Previdenziale
Asset Allocation, il giusto equilibrio per recuperare valore

Malta, 24 – 27 settembre



2020: un cambiamento strutturale

2020: un cambiamento strutturale

Dominanza fiscale vs. monetaria, cambi nelle correlazioni, inflazione *da prezzi* vs. inflazione *da asset*

- Innumerevoli sono le modalità per giustificare, ex-post, il cambio di regime.
- La più semplice è considerare 4 strategie CBOE, due lunghe volatilità e due corte volatilità:

Lungo Volatilità

PPUT: Long S&P e Long 2% OTM Put

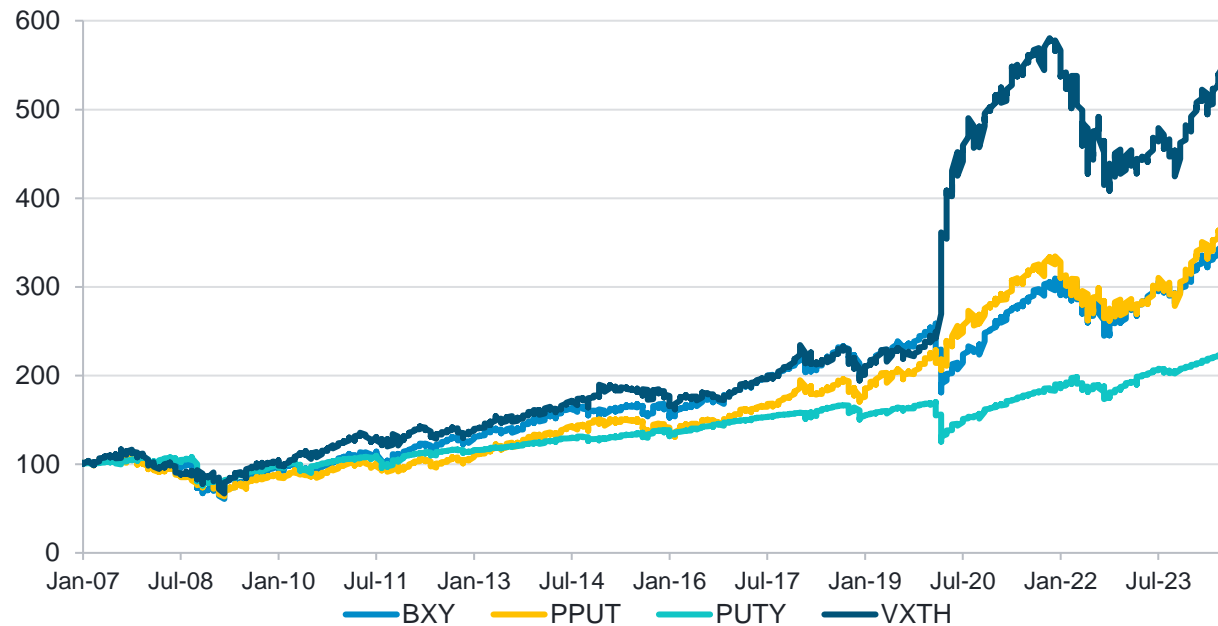
VXTH: Long S&P e Long 30% delta VIX Call

Corto Volatilità

BXY: Long S&P e Short 2% OTM Call

PUTY: Long TBills e Short 2% OTM S&P Put

2007-2019: tutte le strade portano a Roma, ma dal 2020 ad oggi i percorsi hanno iniziato a divergere



2007 - 2019	BXY	PPUT	PUTY	VXTH
Rendimento	7.28%	6.24%	4.08%	6.91%
Volatilità	14.4%	12.7%	10.3%	15.3%
Skewness	-1.54	-0.04	-3.44	0.41
Curtosi	13.66	1.12	41.33	4.09
Sharpe	0.51	0.49	0.40	0.45

2020 - oggi	BXY	PPUT	PUTY	VXTH
Rendimento	7.75%	11.87%	6.67%	19.88%
Volatilità	15.5%	15.1%	11.1%	18.8%
Skewness	-1.93	0.43	-3.61	1.51
Curtosi	10.84	2.36	25.35	6.46
Sharpe	0.50	0.79	0.60	1.06

Fonte: CBOE, Bloomberg, agosto 2024.

Ritorno alla normalità

Normalità: Cambio di Numerario

Utilizzo di «altri» deflatori: CPI, M2, Oro

- Secondo la **legge di Goodhart**, quando una *misura diventa un obiettivo*, cessa di essere una buona misura.
- A volte è utile **cambiare il numerario**: come nella Teoria dei *Principal Component*, ruotare gli assi (cioè cambiare il modo di considerare un fenomeno) può aiutare a scoprire aspetti nascosti o inaspettati.

S&P 500/Oro



Capitalizzazione azionaria mondiale/somma di M2 del G5



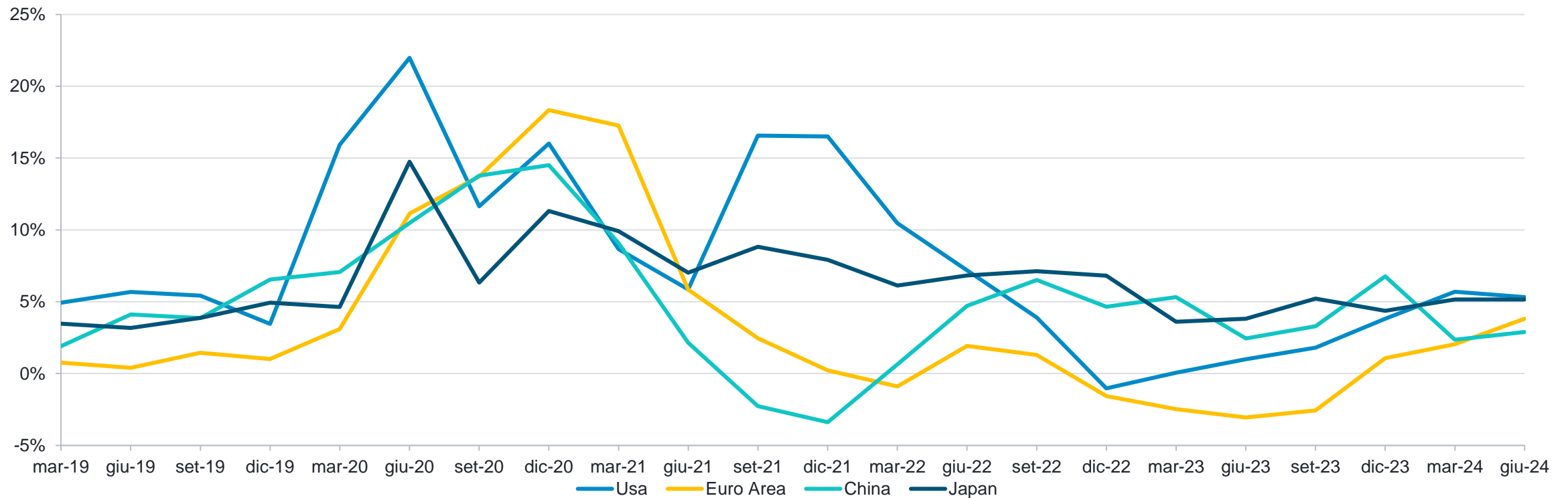
Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Normalità: Impulso di Credito

Crescenti deficit governativi compensati dalla debolezza dei prestiti

- I **governi** creano potere di spesa attraverso il **deficit**, mentre le **banche** creano potere di spesa “**dal nulla**”.
- Questa definizione di **impulso creditizio** è semplicemente la **somma dei deficit fiscali e degli «animal spirits» delle banche**.
- L'impulso creditizio è stato recentemente stabilizzato in diverse aree economiche, anche trasversalmente.

Impulso di credito



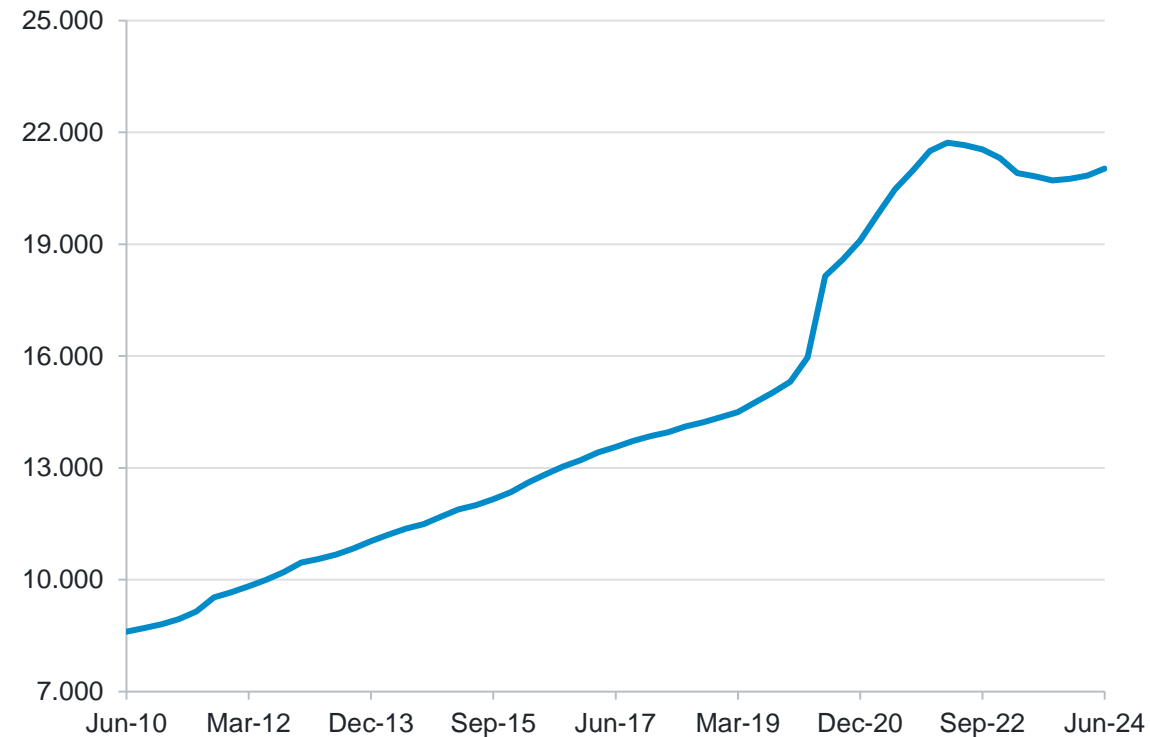
Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Normalità: Aggregati Monetari e Velocità di Circolazione della Moneta

Ritorno al trend precedente dopo gli eccessi del Covid

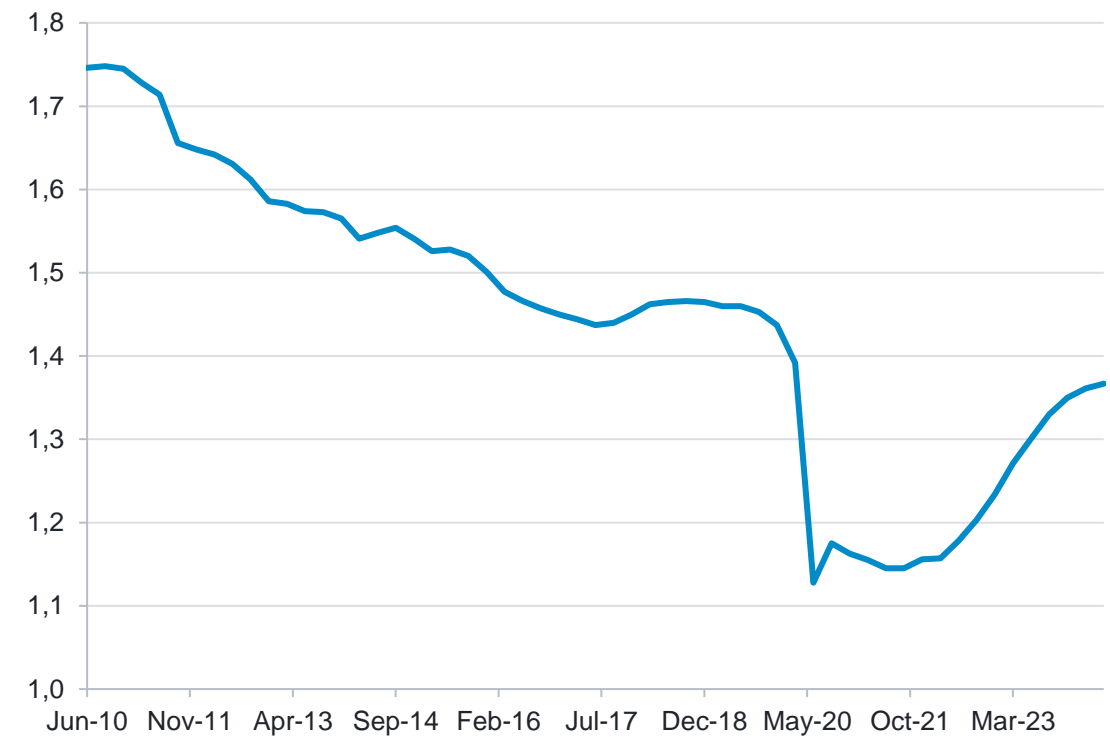
- Sia la **velocità della moneta** che gli **aggregati monetari** sono **tornati in trend**, con un leggero calo della prima e un leggero aumento dei secondi.
- **M2 non era mai scesa nella storia prima di marzo 2022 – settembre 2023**: ripristinare la crescita della liquidità, anche dopo i recenti eccessi, è fondamentale nella stagione attuale, caratterizzata dalla presenza della leva sugli asset rischiosi.

USD M2



Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Velocità di circolazione della moneta

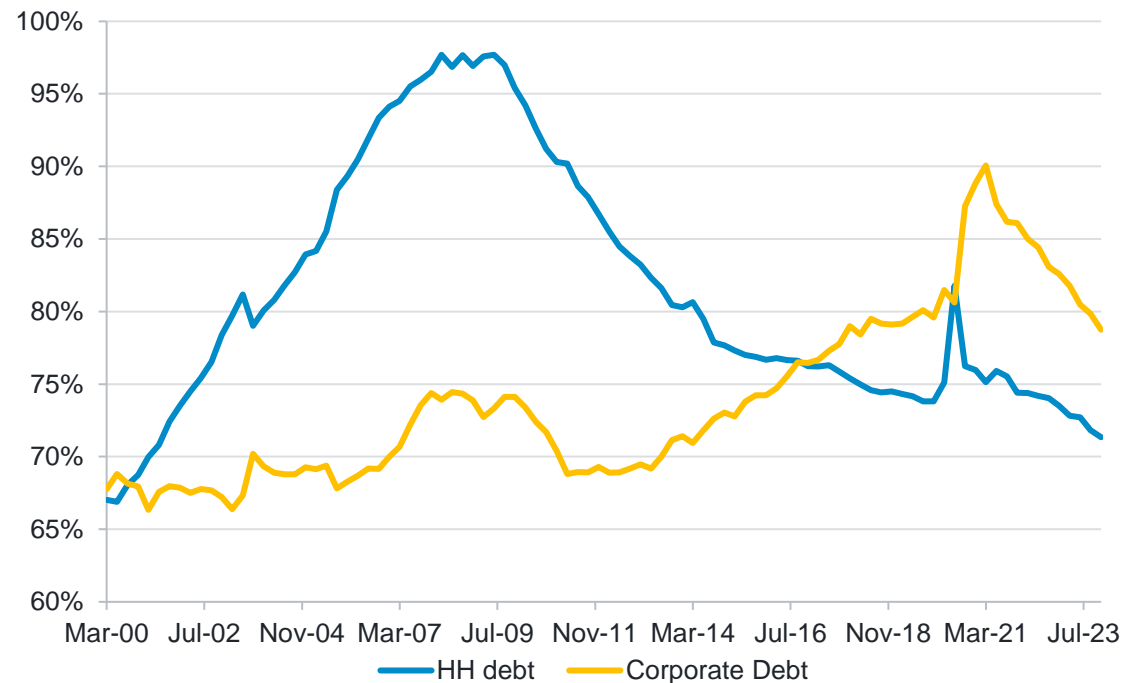


Normalità? Di chi è il debito?

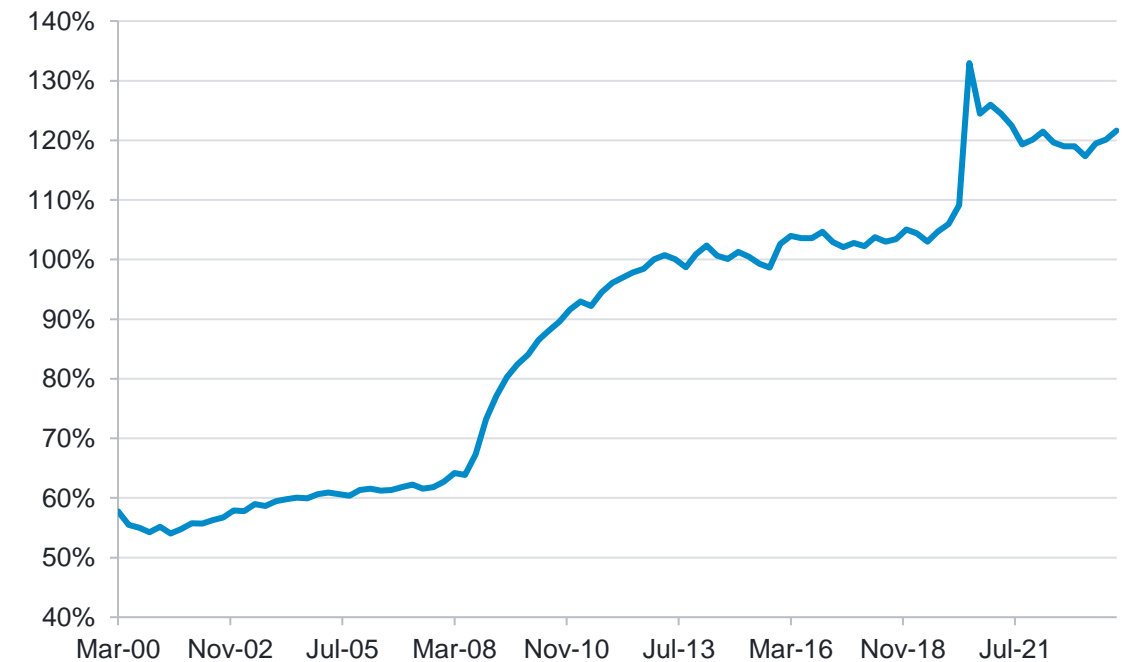
Famiglie e aziende stanno effettivamente riducendo l'indebitamento

- **Le crisi precedenti sono state causate da un debito eccessivo:** nel 2000-2001 le aziende hanno dovuto ridurre l'indebitamento, nel 2008-2009 il problema era dovuto alla leva finanziaria delle famiglie per l'edilizia abitativa. La crisi dell'euro del 2011-2012 è stata breve ma causata da una crisi di fiducia nei Paesi Periferici, non lontana dalla crisi dei Mercati Emergenti degli anni '80 e '90.
- **La differenza? I governi possono stampare denaro, famiglie e aziende no.** Persino i Paesi Emergenti, quando il debito è in USD, non sono sovrani.
- Andando avanti, potrebbero sorgere **tensioni a livello di Term Premium.**

Debito Settore Privato USA/PIL



Debito Pubblico USA/PIL



Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

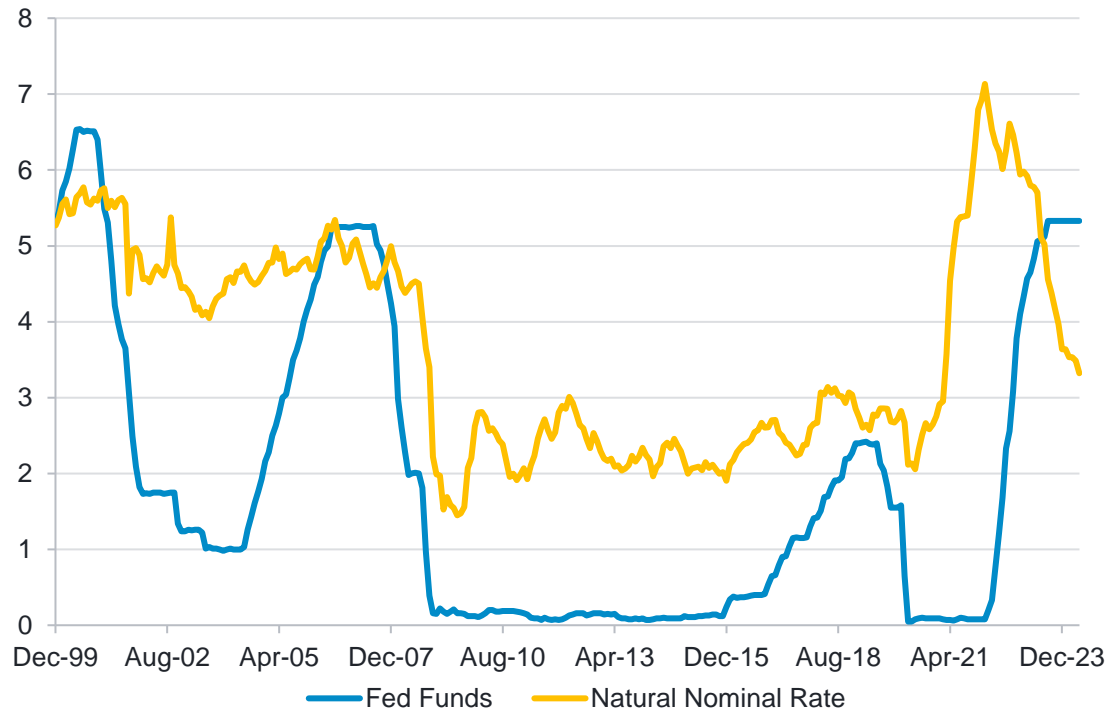
In attesa di un ritorno alla normalità

Lontano dalla normalità: R* e Tassi

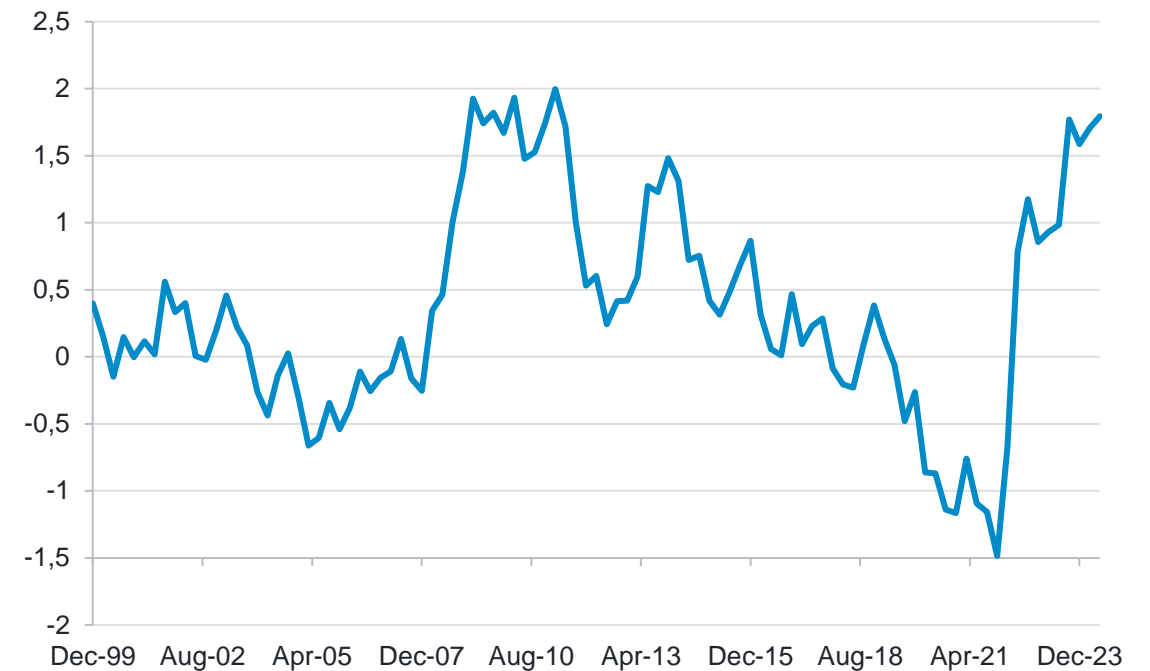
Walras: l'economia è solo una questione di «*Desideri contro Ostacoli*»

- Negli ultimi 25 anni, **ogni volta che i tassi di interesse ufficiali hanno superato o sfiorato il tasso neutrale (nominale) abbiamo avuto una crisi: 2000, 2008, 2018. Tale indicatore** (insieme all'Inversione della Curva, alla Sahm Rule e ai Leading Indicators) **appartiene alla classe dei falsi positivi, almeno per ora.**
- Guardando alla storia recente, gli ostacoli (costo del finanziamento) sembrano tuttavia molto elevati.

Fed funds vs. tasso naturale (Tassi Nominali)



Z-Score 10y1y – r* (Tassi Reali)



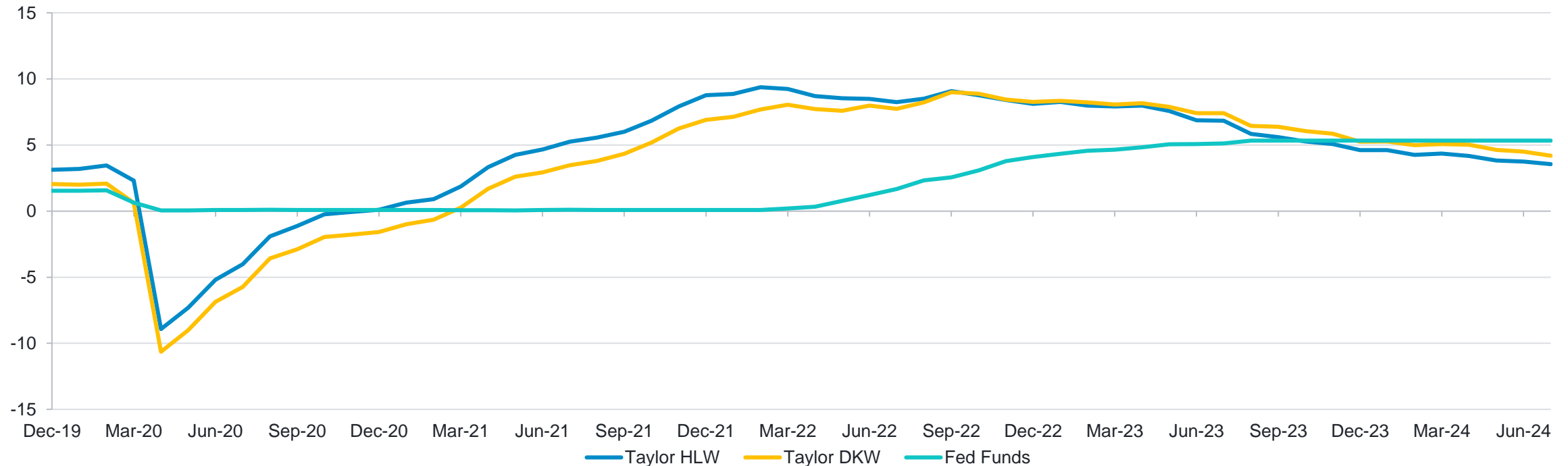
Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Lontano dalla normalità: la regola di Taylor

I tassi ufficiali sono attualmente troppo alti di 125-175 punti base

- Ultimamente la narrazione della Fed è stata emozionante come un romanzo.
- **Prima l'inflazione transitoria, poi l'anticipo dei rialzi** che probabilmente ricordano l'overshooting di Dornbusch e **ora un pivot tardivo**.
- Forse lo spettro di Arthur Burns, il Governatore che lasciò esplodere l'inflazione negli anni '70, incombe nei corridoi della Fed...
- **Gli ultimi dati per la formula di Taylor** sono **3.55% (modello HLW)** e **4.19% (modello DKW)**, con i **Fed Funds fermi al 5.33%** (al 16/08/2024).

Regola di Taylor



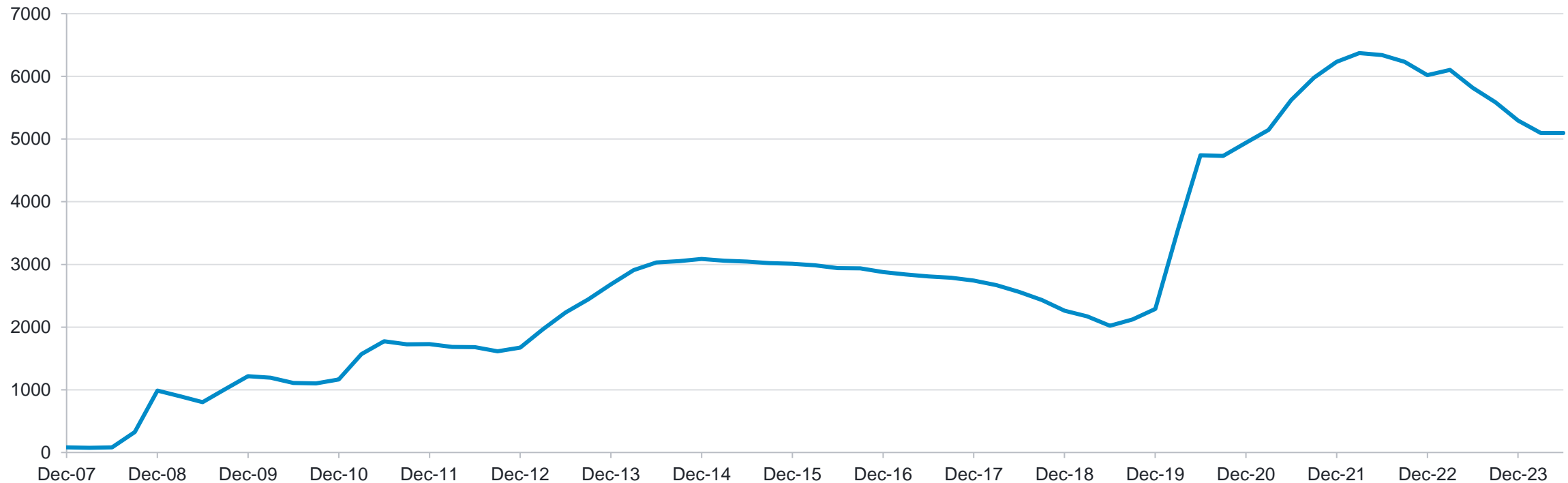
Fonte: Bloomberg, agosto 2024. HLW: Holston Laubach Williams, DKW: D'Amico Kim Wei.

Lontano dalla normalità: Eccesso di Liquidità

«La politica monetaria ha le gambe lunghe»

- La **politica fiscale** ha un impatto sul potere di spesa e sull'inflazione dei prezzi: è come l'**energia cinetica**.
- La **politica monetaria** influenza indirettamente il potere di spesa attraverso l'effetto ricchezza (Pigou, Friedman e Modigliani) per le famiglie e abbassando il costo-opportunità dell'investimento per le aziende: è come l'**energia potenziale**.
- La **liquidità in eccesso qui rappresentata è la somma di TGA, RRP e Riserve Bancarie (il vero effetto "reale" del QE)**: siamo molto lontani dai minimi.

Eccesso di Liquidità USA: Conto Corrente del Tesoro presso la Fed, Reverse Repos e Riserve Bancarie



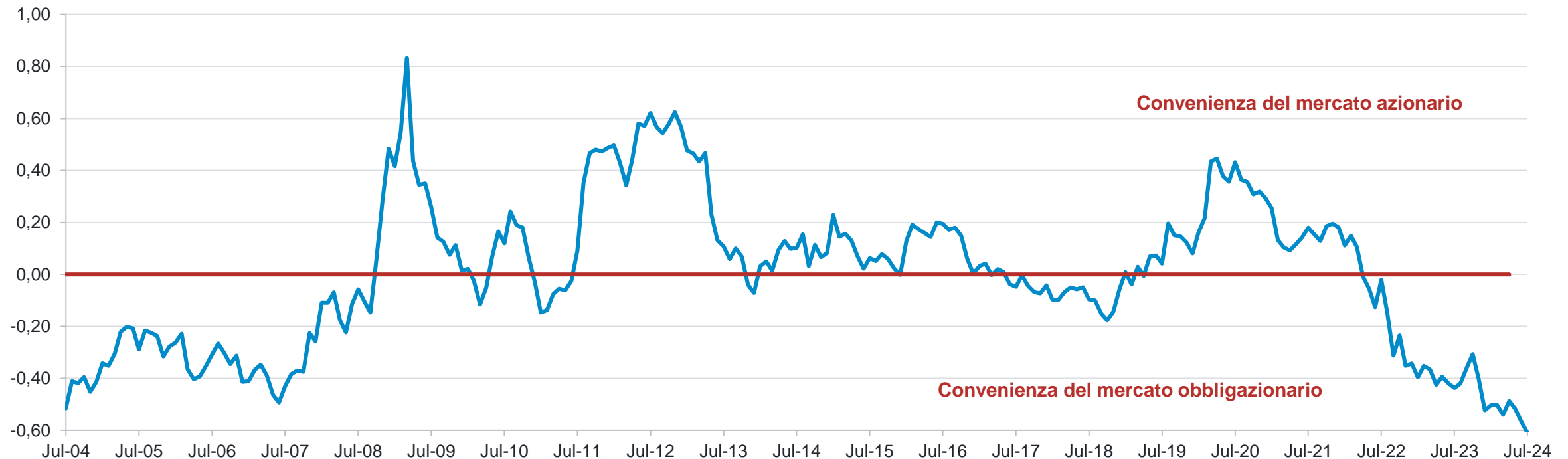
Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Lontano dalla normalità: i bond sono (molto) più economici delle azioni

Shiller modified ECY score

- **Il Modello Fed ha due problemi principali: confronta dati reali e monetari, le cui volatilità sono diverse.**
- Per compensare questi problemi, viene utilizzato un **rendimento reale zero coupon a 20 anni**, applicando la **metodologia CAPE di Shiller**.
- Infine, si calcola lo Z-Score sulla serie temporale ECY modificata: **l'Equity Risk Premium è davvero ridotto, secondo questa metrica.**

Shiller Z-Score: S&P 500 vs. Treasury Zero Coupon a 20 anni



Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Lontano dalla normalità: FX dei Paesi Emergenti

Materie prime fatturate in valuta locale

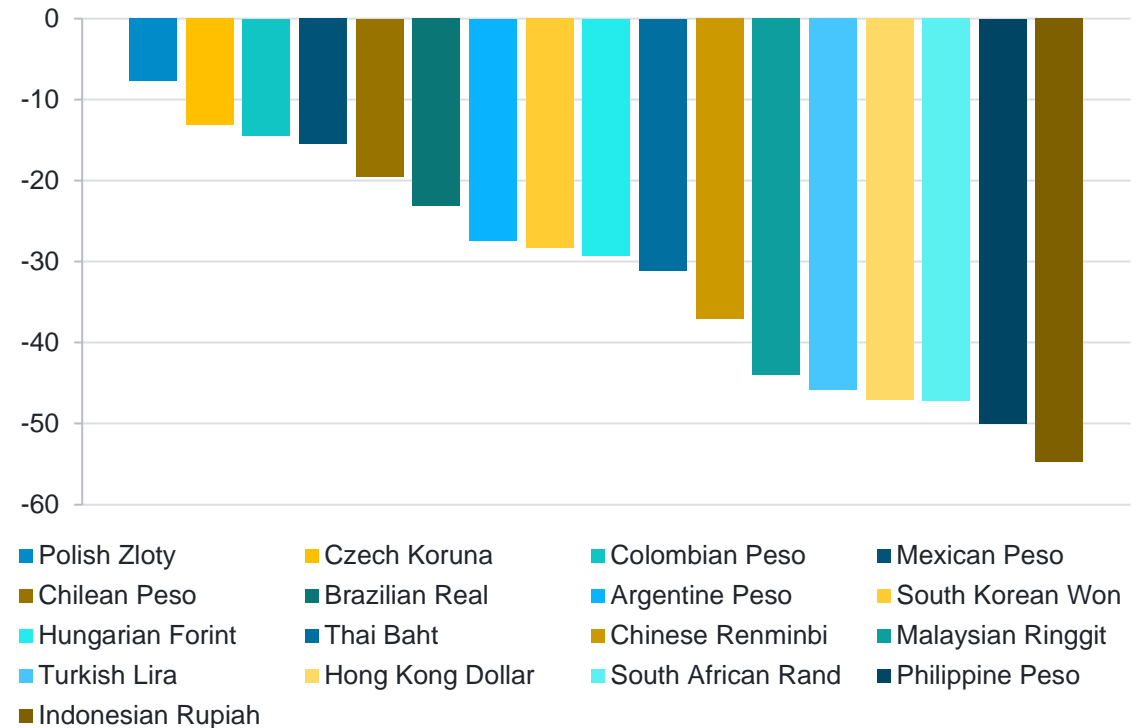
- Dopo la crisi degli anni '80 e '90 i Mercati Emergenti hanno dovuto accumulare dollari e deprezzare le loro valute per finanziare il capitale circolante, denominato in USD.
- Ora le materie prime possono essere fatturate anche in valuta locale: minore necessità di capitale circolante in USD in futuro.
- **Sempre pericoloso andare corti sul Dollaro, meglio allocare ai Paesi Emergenti in valuta Locale: questo potrebbe essere un buon punto di ingresso.**

EMLC



Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Indice Big Mac

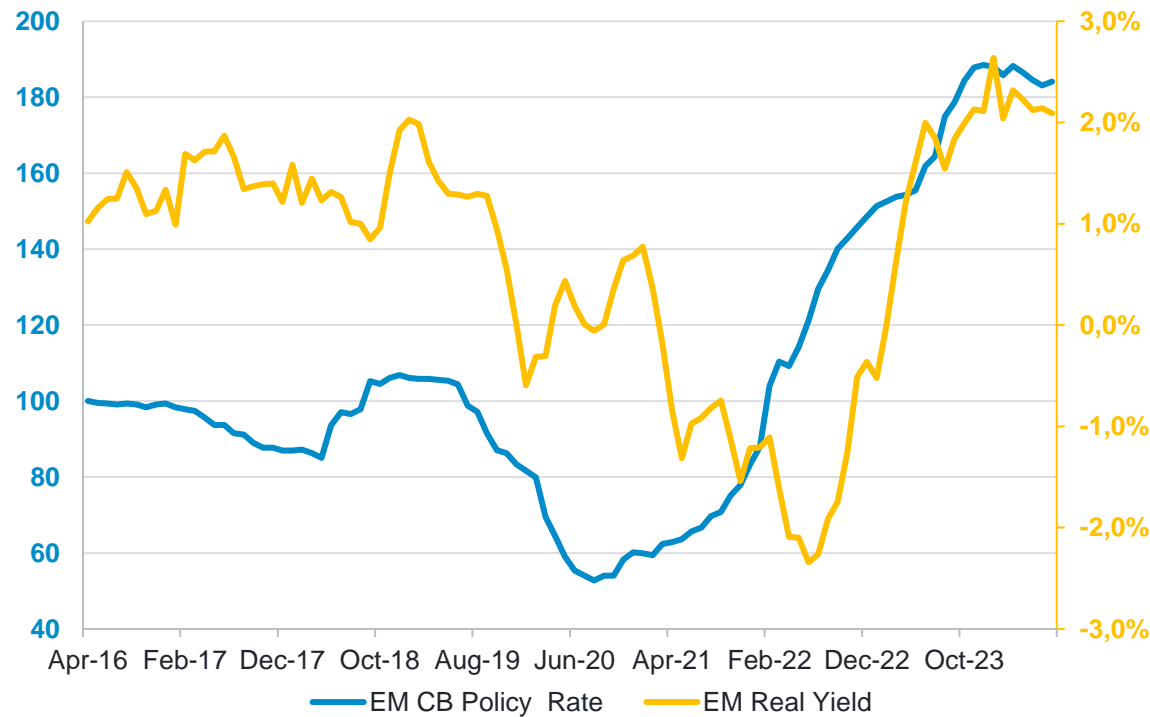


Lontano dalla normalità: Tassi e Rendimenti dei Paesi Emergenti in Local Currency

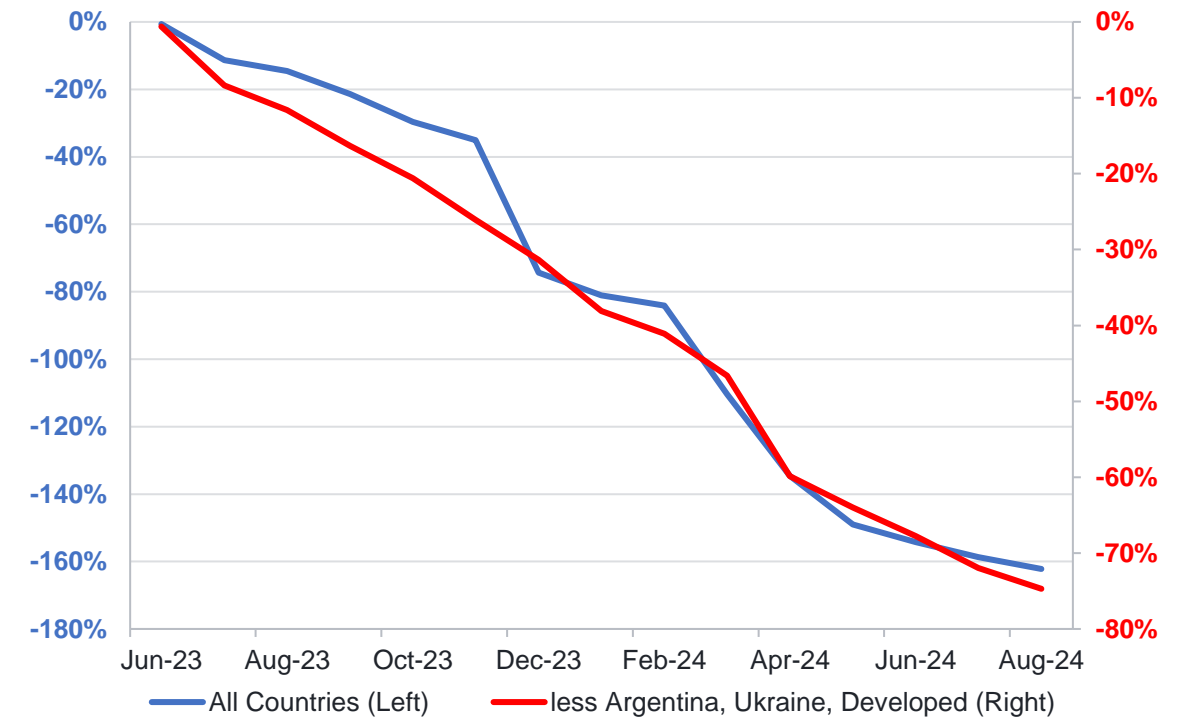
Alta stagione

- In generale le banche centrali dei Mercati Emergenti si sono mosse in modo proattivo contro l'inflazione e possono permettersi tagli meno problematici.
- **Il movimento dei rendimenti al rialzo sembra in chiara fase di esaurimento e i rendimenti reali sono più interessanti che negli Stati Uniti o in Europa.**
- **I tassi di riferimento sono la serie temporale più autocorrelata in ambito finanziario** e il gradiente dei tagli è stato finora lineare.

Tassi EM – Rendimenti



Tagli cumulativi delle banche centrali



Fonte: Bloomberg, agosto 2024.

Filosofia di investimento

1 | Decorrelazione sistematica a livello di costruzione del portafoglio

Portafoglio
di difesa



Portafoglio
di attacco



In un contesto in cui Equity e Bond sono diventati correlati, il modo più efficiente per avere una vera **diversificazione** è attuarla **a livello di costruzione** del portafoglio

Si creano **due portafogli separati**: portafoglio di **difesa** e portafoglio di **attacco**

I due portafogli **coesistono sempre** nel tempo e **vengono modulati** a seconda del diverso contesto di mercato

I due portafogli sono **indipendenti** l'uno dall'altro e soddisfano due bisogni separati: gestione del **rischio** e ricerca di **rendimento**

2 | Le due componenti del portafoglio: attacco



Portafoglio di attacco

Il portafoglio di attacco è costruito con una **logica «Bottom Up»** e ha l'obiettivo di **generare rendimento**, combinando **Asset Allocation Tattica e Strategica**

Il portafoglio di attacco è caratterizzato naturalmente dalla ricerca di diversificati **premi al rischio** e ha un **andamento lineare**

Questa componente del portafoglio è composta quasi esclusivamente da **strumenti fisici** (non derivati)

Anche la componente di attacco è **gestita attivamente**, mantenendo un **profilo rischio/rendimento** in linea con l'obiettivo di gestione (volatilità media 5%)

2 | Le due componenti del portafoglio: difesa



Portafoglio di difesa

Il portafoglio di difesa è costruito con una **logica «Top Down»** e ha l'obiettivo di **contenere i Drawdown**

Il portafoglio di difesa funziona quando **sale il grado di avversione al rischio** e ha un profilo di rendimento **esponenziale**

Una parte del portafoglio di difesa è sempre investita in **Opzioni PUT**, gestite in maniera dinamica per **ottimizzare copertura e costo**

La restante parte del portafoglio di difesa è investita in **asset difensivi** che cambiano in base al contesto di mercato e al **ciclo di vita dei singoli asset** (es. oro, franco svizzero)

2 | Le due componenti del portafoglio: difesa

Performance S&P 1990 - 2023



L'**andamento temporale**, concatenando la performance mese per mese, è stato quasi lineare nel periodo

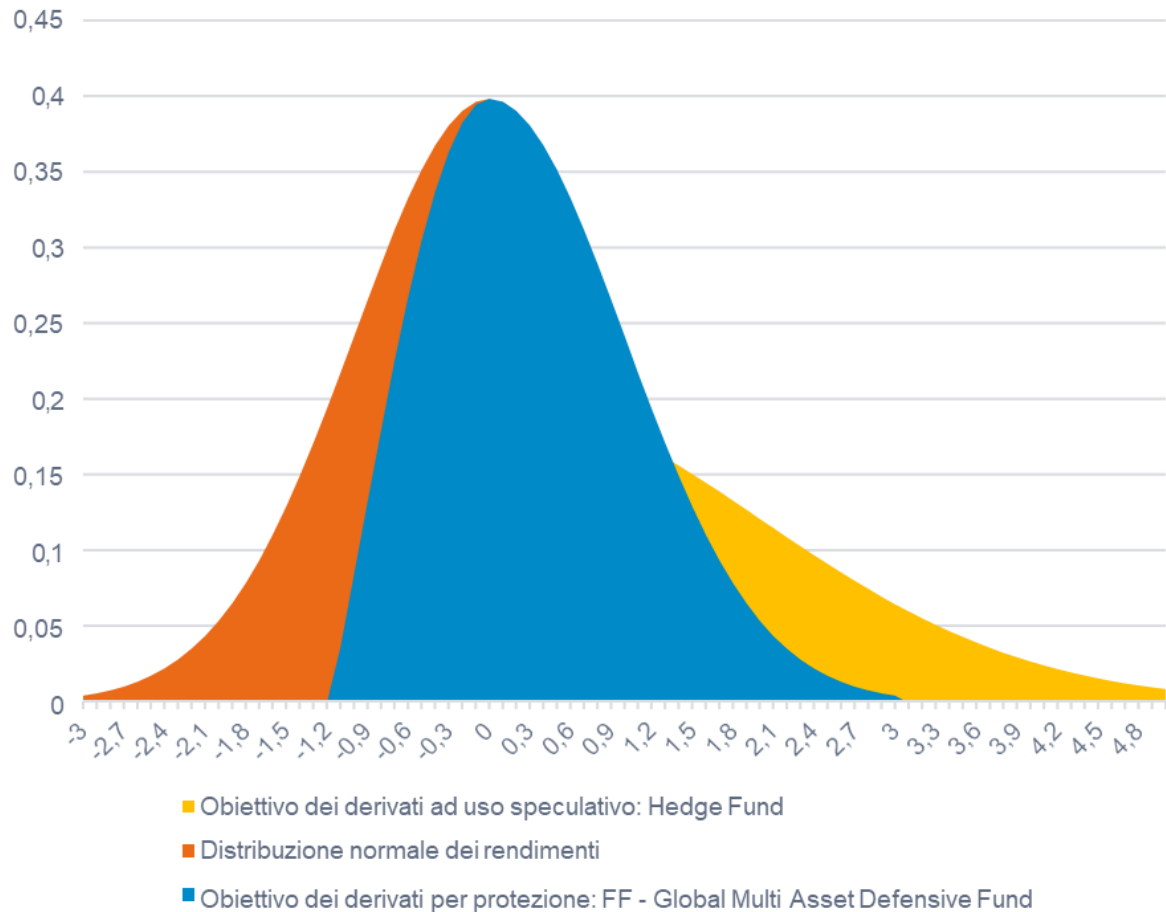
L'**andamento spaziale**, concatenando la performance secondo il regime crescente di volatilità assume una forma triangolare

Il mercato tende a salire fin quando la **volatilità si mantiene sotto il valore del 25%**, poi scende velocemente, da 169x a 29x

Ridurre il rischio di portafoglio al crescere del rischio di mercato non è importante, è l'unica cosa che conta

Fonte: Bloomberg, 2024.

3 | Gestione del rischio e dei rendimenti attesi



I **rendimenti** delle varie asset class sono **esogeni**: li otteniamo passivamente dal mercato

Il livello di **rischio** è invece **endogeno** perché può essere gestito attivamente da un gestore

Il gestore può scegliere sia il **livello del rischio** (volatilità) che soprattutto la **forma della distribuzione dei rendimenti attesi**

Le code della distribuzione dei rendimenti vengono troncate in **maniera asimmetrica** tramite l'utilizzo di **Opzioni PUT** gestite in maniera dinamica

Una asset allocation composita

L'importanza di costruire portafogli convessi, in grado di adattarsi ai nuovi scenari

L'ottimizzazione può essere pericolosa

L'ottimizzazione poggia sulle correlazioni che possono essere instabili e, soprattutto, volte al passato. Si rischia di costruire il miglior portafoglio per lo scenario appena concluso.

Preferiamo una Asset Allocation costruita «per strati», adattabile a scenari diversi

Chi si limita a reagire ai dati (*Data Dependency*), ha sempre ragione ma è sempre in ritardo, mentre chi si prepara a scenari anche inaspettati può sbagliare, ma è sempre in controllo.

«La Volpe sa molte cose mentre il Riccio ne sa una sola, grande», dicevano Archiloco ed Isaiah Berlin

Noi preferiamo fare come la Volpe.



Mario Baronci – Gestore del fondo



Nome: Mario Baronci

Sede: Milano

Anni di esperienza negli investimenti: 35

Formazione:

Laurea (BA), Laurea Magistrale (MSc), CAIA Charterholder

Biografia

Mario vanta oltre trent'anni di esperienza nel settore degli investimenti e attualmente riveste il ruolo di Portfolio Manager nel Team Multi Asset di Fidelity. Prima di entrare in Fidelity nel 2023, Mario ha lavorato presso Quaestio Capital dove era responsabile del Team Multi Asset, della selezione dei gestori per la piattaforma Multi-Manager e del Comitato ESG. In precedenza, Mario ha fatto parte del Gruppo Sella svolgendo diversi incarichi, tra cui la gestione di prodotti assicurativi di ramo I, III e V, prodotti di Tesoreria, prodotti strutturati, selezione dei gestori terzi e gestione di Fondi e Fondi di Fondi. Ha lavorato anche nei desk di Market Making e Proprietary Trading di portafogli di derivati per Manufacturers Hanover Trust, Chemical Bank, Imi Banque Luxembourg e Banca IMI. Ha conseguito la laurea con lode presso l'Università Bocconi di Milano, un MSc in Risk & Investment Management presso Edhec Business School ed è CAIA Charterholder

Esperienza

Portfolio Manager Multi Asset, Fidelity International	2023 – ad oggi
Responsabile Team Multi-Asset, Quaestio Capital	2014 – 2023
Gestione prodotti assicurativi di ramo I, III e V, prodotti di Tesoreria, prodotti strutturati, selezione dei gestori terzi e gestione di Fondi e Fondi di Fondi, Gruppo Sella	2003 – 2014
Spin off dell'esperienza presso MBI - fondazione di una società finanziaria attiva nel Proprietary Trading, Fenice Investimenti	2002 – 2003
Responsabile Private Banking, MBI	1999 – 2001
Responsabile Bond Option Desk e Vice responsabile Fixed Income Desk , IMI Banque Luxembourg e Banca IMI	1994 – 1999
Junior Swap Trader – Treasury Officer, Manufacturers Hanover Trust	1989 – 1994

Fonte: Fidelity International, 2024.