

Euforia e panico non sono più dei nemici

Oltre l'incertezza e la volatilità, due sono i fatti principali per il quale ricorderemo il 2016: il venerdì nero post-Brexit sui mercati azionari e il rendimento del bund decennale, per la prima volta, sotto zero

Investire nei mercati azionari se da una parte è vissuto come una grossa opportunità di diversificazione, dall'altra è ancora oggi accompagnato da un sentimento di timore per i rischi che da sempre sono collegati al mercato borsistico e all'investimento in tale comparto.

Ma considerando lo scenario attuale caratterizzato da bassi tassi di interesse, se non negativi, il mercato obbligazionario, quello che ha sempre rappresentato una parte importante del portafoglio degli italiani, non è più in grado di offrire dei rendimenti interessanti. Quindi verso quali lidi dirigere i propri investimenti?

Guardando al mercato in generale emerge con evidenza che il 2015 è stato un anno caratterizzato da estrema incertezza e volatilità e non solo a livello di mercato borsistico. Per tutto l'anno le principali borse globali hanno subito delle oscillazioni importanti e dopo un primo avvio dell'anno positivo hanno virato bruscamente in negativo, influenzate da Wall Street, che è la piazza principale, che si è vista sottrarre un sostegno importante come il Quantitative Easing da parte della FED. Se a questo si aggiunge anche il rallentamento dell'economia cinese e degli altri paesi emergenti ci si rende conto che il secondo e terzo trimestre del 2015 non sono stati certo da incorciare. Tuttavia, contro tutte le aspettative, l'anno si è chiuso in positivo per il mercato azionario europeo e quello globale in euro con un +8%, grazie anche all'annuncio della BCE che ha deciso di "inondare" di QE l'Eurozona.

E il 2016 come si sta caratterizzando? L'inizio d'anno è stato veramente catastrofico, con gli indici che hanno toccato i minimi quando le notizie sul rallentamento dell'economia globale hanno fatto da zavorra. Poi hanno recuperato terreno, ma sono cadute nuovamente in quello che è stato definito "**il venerdì nero**", ossia quello dopo l'esito del referendum nel Regno Unito che ha sancito la vittoria di Brexit. In quell'occasione le Borse europee hanno "bruciato" 411 miliardi di capitalizzazione. In pratica secondo un'elaborazione dell'ufficio studi de Il Sole 24 Ore le Borse hanno perso quasi un miliardo per ogni minuto di contrattazione. A Milano, il Ftse All Share ha perso 46,6 miliardi di capitalizzazione.

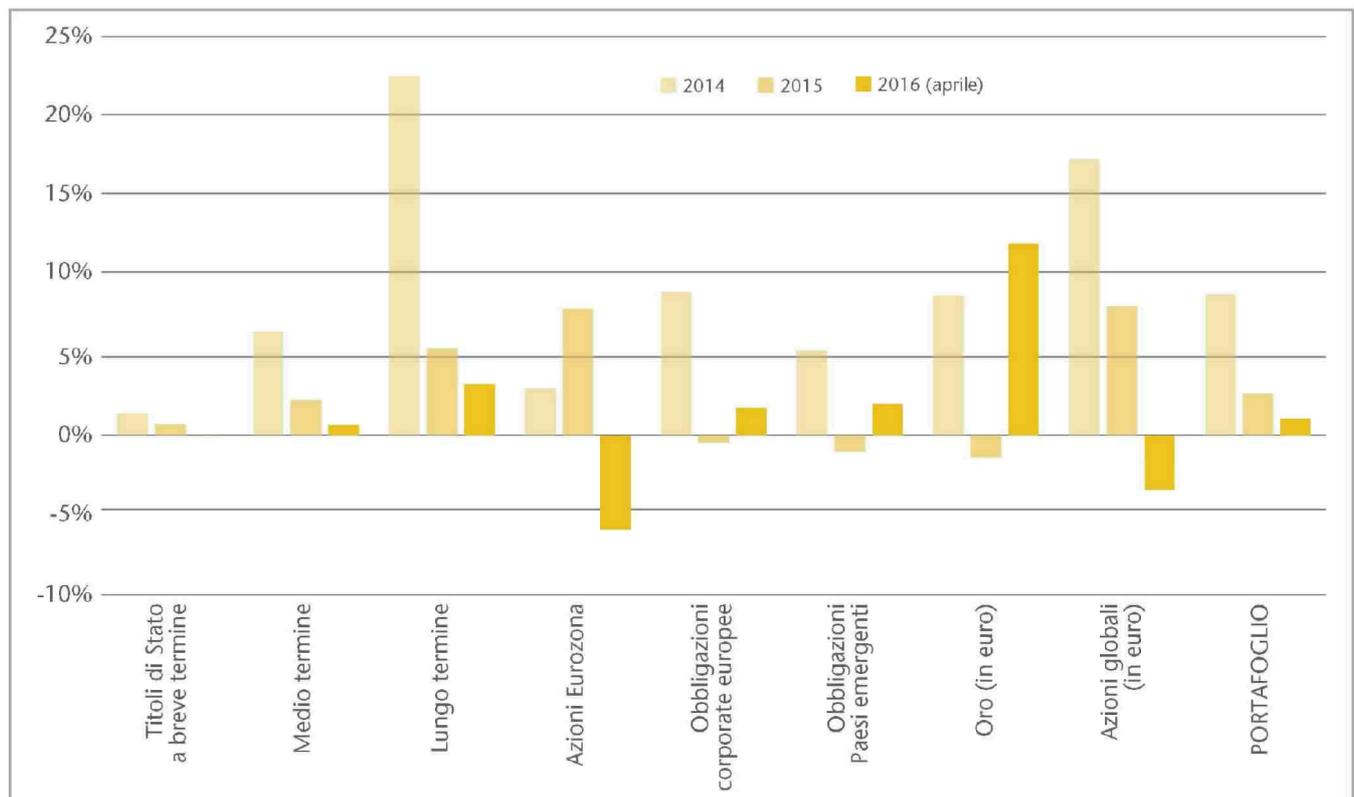


Questo lo scenario che ha caratterizzato l'universo equity. Ma sappiamo che anche le obbligazioni non sono da meno. Così, come mostra il grafico riportato qui sotto, nel 2014 gli investitori che avevano investito nelle obbligazioni avevano guadagnato circa il 22%, un rendimento sceso al 5% nel 2015 e poi fermatosi al 3% nei primi quattro mesi del 2016. Ma oggi che i tassi sono nulli, nessun obbligazione è in grado di offrire un guadagno ai propri investitori, quindi sono venuti meno anche i vantaggi del possesso di questa asset class. Infatti se inizialmente, in un'ottica di breve periodo, una discesa dei tassi può aver giovato a questa asset class e ai suoi investitori, soprattutto per la rivalutazione di quelle in portafoglio, nel medio e lungo termine, le

obbligazioni, una volta rinnovate, hanno iniziato a perdere a poco a poco il loro guadagno, fino a che l'investitore non ci ha guadagnato più, anzi ha iniziato a perderci. Questo è quanto accaduto con il QE inaugurato da Mario Draghi nel 2015 che ha portato allo schiacciamento dei rendimenti.

E nel 2016 la situazione non sta certo migliorando, visto che quest'anno sarà ricordato nella storia proprio per un fatto eclatante: per la prima volta nella storia il **rendimento del Bund**, il titolo di Stato decennale tedesco, **è sceso sotto zero**. La Germania, in tal modo va ad affiancarsi al Giappone e alla Svizzera, primi paesi che hanno registrato rendimenti dei titoli a 10 anni in terreno negativo.

I RENDIMENTI LORDI DELLE PRINCIPALI ASSET CLASS, 2014-2015-2016 (APRILE). STIMA DEL RENDIMENTO MEDIO LORDO DI UN PORTAFOGLIO ESPOSTO A UN RISCHIO MODERATO



Elaborazioni su dati www.bullbear.it

“

Per gli investitori oggi il tema della sicurezza è centrale. Lo si percepisce anche dalla propensione al rischio che esprimono

”

La caduta dei rendimenti del Bund decennale tedesco, considerato il porto sicuro dagli anni '70, ha accelerato conseguentemente una “discesa negli inferi” anche per gli altri titoli di Stato.

Il 2015, però è stato anche l'anno della ripresa. Sia i redditi sia l'occupazione hanno segnato la prima variazione reale positiva. L'uscita dalla crisi, tuttavia, si è mostrata più lenta di quanto ipotizzato a causa della crisi finanziaria cinese, delle oscillazioni verso il basso del prezzo del petrolio nonché della recessione in alcuni paesi emergenti. Tutto questo ha inciso sulla già de-

bole risalita dell'economia. Per questo la Banca Centrale Europea, visto lo spettro della deflazione, ha deciso di associare alle politiche monetarie convenzionali (manovre sui tassi) alcune non convenzionali (quantitative easing), in modo da spingere i consumi e gli investimenti in tutta l'Eurozona.

Le politiche monetarie espansive, però, come abbiamo visto hanno ridotto i rendimenti dei titoli obbligazionari e anche la borsa, come dicevamo, nel 2016 ha mostrato segni di incertezza e di grande volatilità, soprattutto nei primi tre mesi dell'anno. Questo ha rappresentato e rappresenta per l'investitore italiano e non solo, ma anche per il consulente finanziario, uno scenario differente rispetto a quello nel quale era abituato a navigare.

Come si comportano, quindi, i risparmiatori al momento di decidere come allocare i propri risparmi? Come affrontano quindi questo scenario perlopiù caratterizzato da incertezza?

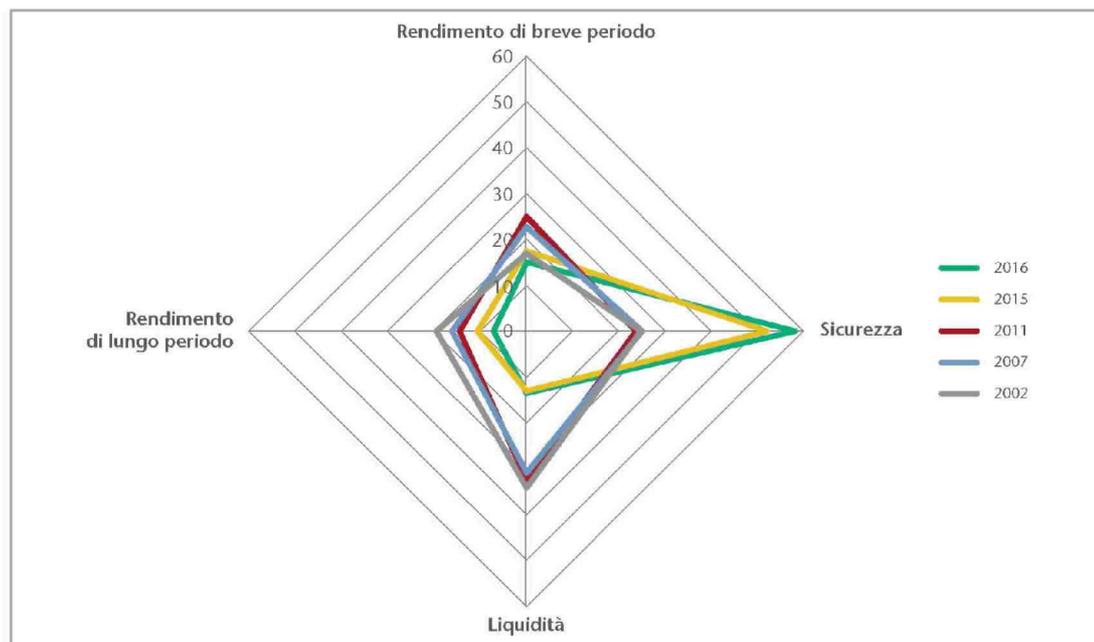
Ci viene in aiuto l'“Indagine sul Risparmio” ef-

fettuata dal **Centro Einaudi** che mostra come la parola d'ordine sia: **sicurezza negli investimenti**.

Come già rilevato nella scorsa edizione dell'indagine, rispetto a un passato ormai lontano si stava facendo strada, negli ultimi anni, un approccio più articolato da parte dei risparmiatori, i quali dedicavano una certa attenzione a tutte le principali caratteristiche di un investimento: la liquidità, la sicurezza e il rendimento di breve e di lungo periodo. Adesso non è più così.

Con i tassi a zero, una perdita in un

IL DIAMANTE DEL RISPARMIO. GLI OBIETTIVI DEGLI INVESTIMENTI PRIVILEGIATI DAGLI INTERVISTATI



Fonte: Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie 2016. Aspetti citati al primo posto; valori percentuali

investimento sbagliato non è più recuperata dagli investimenti "giusti", pertanto la sicurezza diventa la caratteristica essenziale.

E così il 58,3% degli intervistati mette al primo posto, tra gli obiettivi dei propri investimenti, la ricerca della sicurezza; erano il 52% l'anno scorso e appena il 23,8% nel 2011. Se includiamo anche le motivazioni citate al secondo posto, più di quattro investitori su cinque (81,7%) dichiarano di prestare attenzione a questo aspetto nel momento in cui decidono dove allocare i propri averi.

Scende la quota di coloro che ritengono importanti il rendimento di breve periodo (dal 17,5% dell'anno scorso al 14,9% di quest'anno) e di lungo periodo (dal 10,6 al 7%). Sostanzialmente stabili (13,6% contro 13%), e su livelli nettamente inferiori a quelli pre-crisi, risultano i risparmiatori che attribuiscono rilevanza alla liquidità e alla possibilità di disinvestire con facilità nel momento in cui emerge l'esigenza di disporre nuovamente dei propri averi.

Che la sicurezza sia fondamentale oggi si può evincere anche da un altro dato, ossia la **propensione al rischio** dichiarata dagli intervistati. Sempre l'indagine sul risparmio ci mostra come torna a crescere, dal 66% dell'anno scorso al 74,2% di quest'anno, la quota di coloro che si considerano poco o per niente favorevoli a correre rischi nel campo degli investimenti finanziari al fine di aumentarne il rendimento atteso.

È una tendenza che si riscontra da diversi anni, da quando risparmiare è diventato più difficile e nello stesso tempo più essenziale; su questo potrebbero aver influito le vicende nazionali che hanno riguardato le obbligazioni subordinate di alcuni emittenti bancari. Per quanto il fenomeno sia stato quantitativamente circoscritto (erano, ad esempio, circa 10 mila i possessori di subordinati emessi dalle quattro banche fallite, per un investimento complessivo di poco più di 300 milioni di euro), l'impatto mediatico è stato generalizzato e la conseguente reazione comportamentale, per certi versi comprensibile, è l'enfaticizzazione della ricerca di impieghi non rischiosi.



Sappiamo infatti quanto il comportamento giochi un ruolo fondamentale negli investimenti. Così come ha mostrato **Nadia Linciano** della divisione Studi Economici di **Consob** in un recente articolo "*Errori comportamentali nelle scelte di investimento: quali misure correttive?*" la teoria finanziaria classica ipotizza che gli individui siano perfettamente razionali e agiscano utilizzando set informativi completi e omogenei. La **finanza comportamentale** ha smentito l'ipotesi di razionalità alla base della teoria classica. La ricerca empirica ha mostrato, infatti, che gli individui commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto che l'investitore è in grado di ac-

“

In genere gli investitori che acquistano direttamente azioni tendono ad investire ai massimi, ossia quando il mercato ha già espresso tutte le migliori performance. E viceversa

”

quisire ed utilizzare tutta l'informazione disponibile.

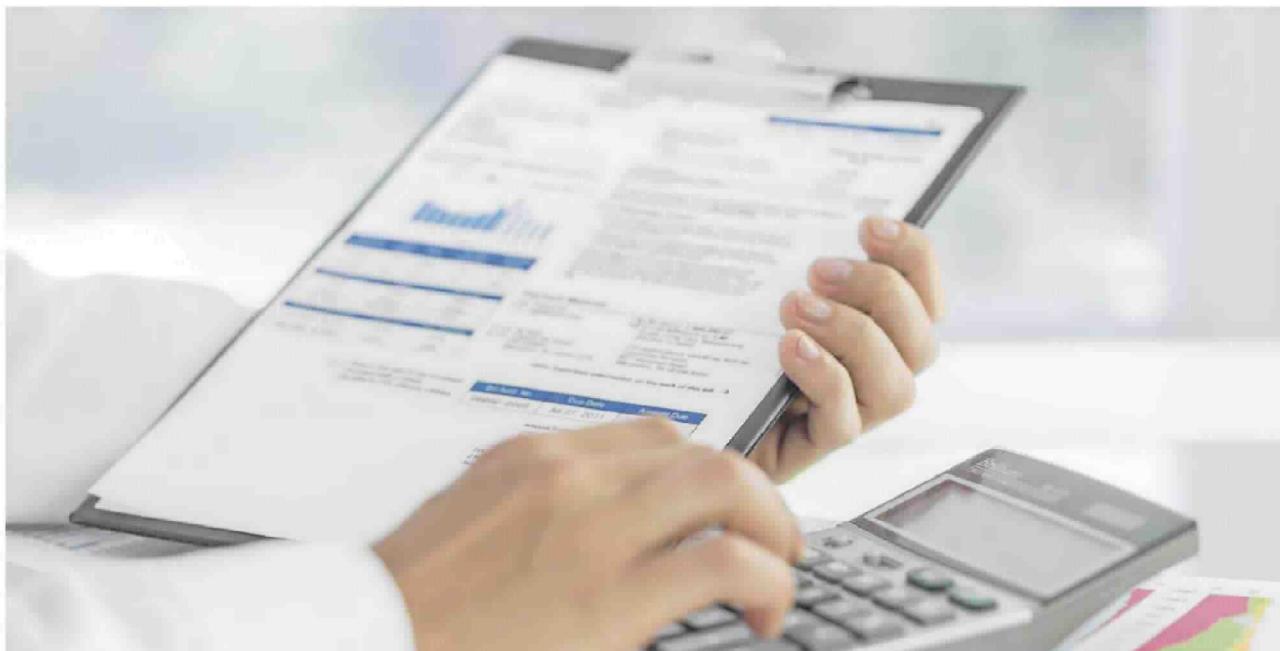
Tali errori sono riconducibili all'utilizzo di regole approssimative (dette **euristiche**) che permettono di semplificare problemi

decisionali complessi, nonché a taluni profili dell'apparato percettivo individuale che, tra l'altro, rendono variabile l'attitudine al rischio a seconda che il dominio dei risultati possibili sia quello dei guadagni o delle perdite.

Tendenzialmente gli errori individuati dalla finanza comportamentale si possono riclassificare sotto 3 gruppi di insiemi: gli errori cognitivi; le euristiche e gli effetti framing.

Tra quelli cognitivi, sicuramente l'**overconfidence** (ossia l'eccessiva sicurezza nelle proprie capacità e conoscenze), così come l'**attribution bias** (ossia attribuire a se stessi il merito delle scelte andate a buon fine e incolpare gli altri per quelle che non sono andate bene) sono tra i più noti, ma anche l'**home bias** (ossia preferire gli investimenti geograficamente più vicini o che si crede di conoscere meglio) o il **confirmation bias** (dare eccessivo peso alle evidenze che confermano il proprio punto di vista e troppo poco a quelle che lo contraddicono) sono errori comuni nella fase di decisione.

Una volta effettuata la scelta entrano in gioco le emozioni. Tra queste gli investitori



possono sperimentare il **rimpianto** per aver preso delle decisioni sbagliate e a volte la paura può terrorizzare a tal punto che si preferisce imitare i comportamenti di massa o le scelte di individui vincenti per essere sicuri di non sbagliare (**herding behaviour**). Ecco allora entrare in gioco l'home bias oppure l'**illusione del controllo** su fenomeni che non sono per natura controllabili, come ad esempio il mercato azionario, oppure lo **status quo bias**, quando si è riluttanti a cambiare la propria situazione corrente.

E vista la complessità del tema, spesso gli investitori sono portati a ricorrere a delle scorciatoie mentali (euristiche appunto) tra le quali le più note sono: **affetto** (esprimere giudizi su base intuitiva, o prendere decisioni su base affettiva); **ancoraggio** (ancorarsi a un valore di riferimento e non aggiustare le proprie stime); **disponibilità** (basare le proprie decisioni sulle informazioni disponibili anche se non rilevanti); **representatività** (giudicare in base all'intuizione o a stereotipi).

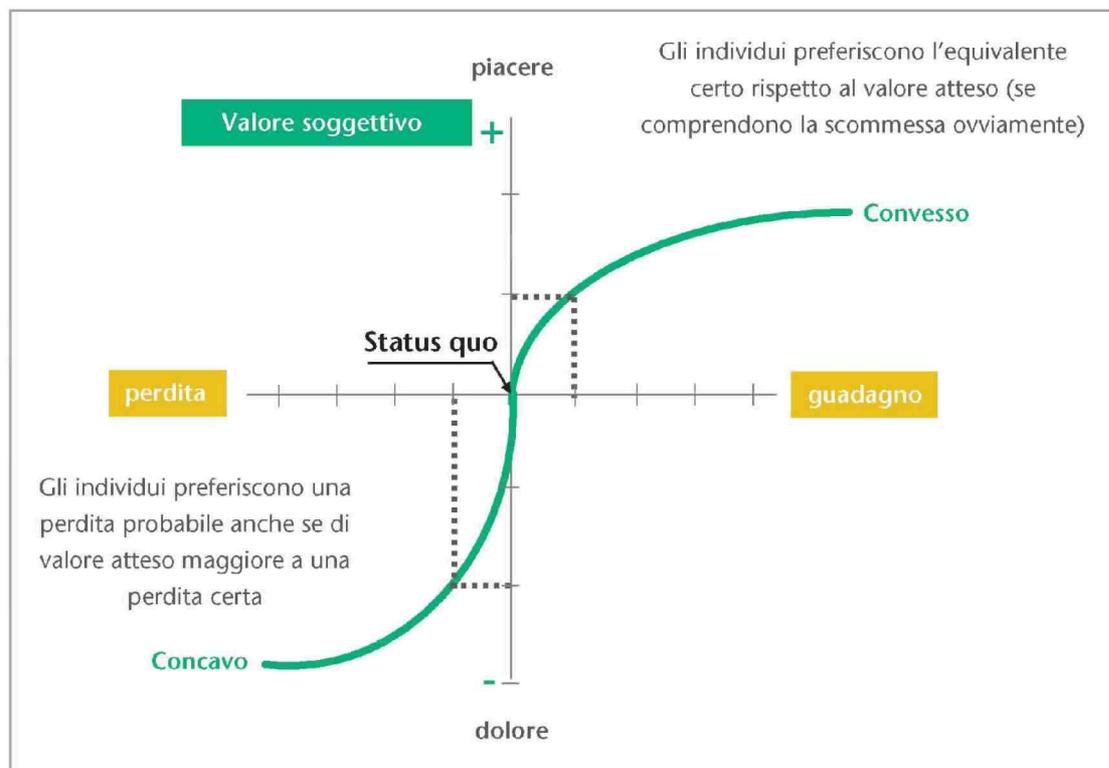
Ogni comportamento va comunque inquadrato, come evidenziano i maggiori studiosi di finanza comportamentale, all'interno di un **framing** che guida le decisioni. In questo caso gli errori più comuni sono l'**avversione alle perdite** (ossia provare più dolore per una perdita rispetto al piacere provato per un guadagno di

pari ammontare) e l'**avversione alla perdita certa** (prendere più rischi per recuperare una perdita pregressa che non si vuole realizzare).

Ed entrando nel dettaglio del mercato azionario, quali sono gli errori che più comunemente vengono commessi dagli investitori?

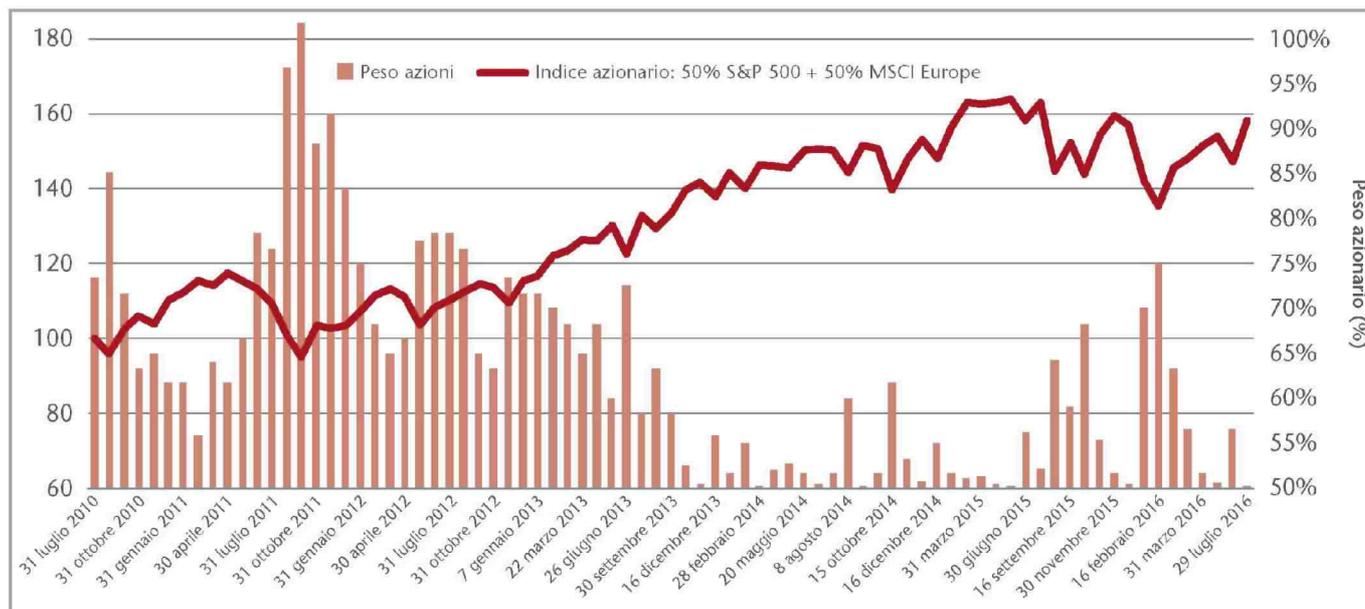
Semberebbe che essi tendano ad apprezzare questo mercato basandosi principalmente su due sentimenti: **euforia** e **paura**. In genere gli investitori che acquistano direttamente azioni tendono a investire nel mercato borsistico quando questo è già ai massimi, ossia quando il mercato ha già espresso tutte le migliori perfor-

COMPORTEMENTO DELLA MAGGIORANZA DELLE PERSONE RISPETTO A "PIACERE PER IL GUADAGNO" E "DOLORE PER LA PERDITA"



Fonte: Eurizon Capital. Gli investitori spesso sono riluttanti a cambiare la propria posizione (status quo) perché provano una forte avversione alla perdita, ossia è stato provato che sentono più forte il dolore per una perdita rispetto al piacere che provano nei confronti di un guadagno dello stesso ammontare. Anche l'incertezza e la complessità delle informazioni giocano un ruolo importante, gli investitori preferiscono avere delle informazioni certe e non delle ipotesi probabili. Questo fa dormire loro sonni più tranquilli.

VARIAZIONE DELL'ESPOSIZIONE AZIONARIA DELL'APPROCCIO CONTRARIAN DI EURIZON EASYFUND AZIONI STRATEGIA FLESSIBILE



mance. Al contrario al primo storno dei mercati gli investitori intorpiditi chiudono le proprie posizioni capitalizzando delle perdite, e aspettano a rientrare in Borsa quando ritengono che la situazione si sia stabilizzata, ossia quando il mercato è già risalito. Un ciclo dettato quindi dall'emotività.

Un altro errore tipico è: **l'eccessiva movimentazione di portafoglio**, ossia vendere troppo presto i titoli con performance positive e detenere troppo a lungo i titoli con performance negative. Inoltre anche chi diversifica **non tiene conto delle correlazioni**: c'è la tendenza a diversificare aumentando semplicemente il numero di titoli in portafoglio piuttosto che cercare titoli poco correlati tra loro.

Così facendo è chiaro che il mercato azionario non possa dare i giusti frutti e che gli investitori non ne possano godere i benefici. Ma è anche evidente che sia difficile non solo per l'investitore, ma a volte anche per il consulente cercare di domare questi sentimenti.

Ecco allora che l'innovazione finanziaria ha pensato bene di andare incontro ai bisogni dei clienti, aiutandoli a liberarsi dagli errori dettati dall'emotività.

Questo ad esempio è uno degli obiettivi di **Eurizon EasyFund Azioni Strategia Flessibile**, un fondo comportamentale creato da **Eurizon Capital** che ha rivoluzionato il modo di investire nel mercato azionario. Il comparto, oltre che liberare i clienti dall'emotività che li accompagna nell'investimento azionario, facilita anche la relazione post-vendita per il consulente.

In sintesi, quali sono gli elementi di forza di tale comparto? Essenzialmente si tratta di un fondo azionario molto alternativo e poco volatile che si basa su un approccio rigoroso e disciplinato, definito "**contrarian**". La strategia contrarian, come ha spiegato il gestore Corrado Gaudenzi nel precedente numero di ADVISOR (n. 7/8 - luglio/agosto 2016), "prevede di investire maggiormente in azioni quando il rapporto tra i prezzi ed il valore fondamentale diminuisce e viceversa. Quindi realizza i propri guadagni acquistando azioni a prezzi più

PERFORMANCE DI EURIZON EASYFUND AZIONI STRATEGIA FLESSIBILE

Fondo	1 mese	3 mesi	Da inizio anno	1 anno	3 anni	5 anni	Dal lancio
Eurizon EasyFund Azioni Strategia Flessibile Z	2,19%	2,28%	3,42%	2,78%	18,24%	46,65%	59,71%

Dati al 31/07/2016. Fonte: Eurizon Capital. Performance al lordo degli oneri fiscali applicati. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Perché investire

Il punto del gestore
Corrado Gaudenzi



“Nonostante l'investimento in azioni sia quello più redditizio nel lungo periodo, molti investitori rinunciano a questa opportunità a causa della volatilità, potenzialmente molto elevata. Noi invece riteniamo che sia possibile ottenere rendimenti simili a quelli di lungo periodo delle azioni riducendo i picchi di volatilità, ma siamo altrettanto consapevoli che per realizzare questo obiettivo occorre adottare una strategia disciplinata di investimento, che faccia tesoro dei principali insegnamenti che derivano dall'osservazione della storia dei mercati azionari. Inoltre, per avere successo è necessario che l'investitore adotti un orizzonte temporale adeguato alla natura di questa strategia di investimento azionario, che noi riteniamo debba essere di almeno sette anni”.



attraenti rispetto a quelli a cui potranno essere rivendute”.

Questo si verifica soprattutto nelle fasi di estrema volatilità ed ecco perché tale approccio è vincente e premiante nelle fasi di oscillazione dei mercati: perché è in grado di “sfruttare” a proprio vantaggio la volatilità.

L'obiettivo del comparto che adotta un'innovativa strategia flessibile sui mercati azionari Europa ed USA è duplice:

- **la crescita reale del capitale** tendenzialmente **in linea con il rendimento medio storico delle azioni dei paesi occidentali sviluppati;**
- **limitare** per quanto possibile **l'impatto della volatilità** dei mercati finanziari **sull'evoluzione del portafoglio**

Ma cosa accade nello specifico? Per sfruttare la volatilità il comparto aumenta l'esposizione azionaria che può passare da un minimo del 45% a un massimo del 100% quando i mercati vanno giù e viceversa. L'altra generazione di valore del comparto associata a questa è data dalla selezione dei titoli. La componente azionaria è ripartita fra titoli statunitensi ed europei. La scelta è concentrata su società in grado di distribuire dividendi elevati e sostenibili nel tempo. Sono selezionate 120 aziende con rendimento atteso elevato e volatilità inferiore alla media. **Asset allocation dinamica e selezione dei titoli rappresentano la doppia trazione del motore gestionale.**

Questo ha permesso al comparto oltre che di realizzare delle performance importanti

anche di proteggere il capitale degli investitori. L'ultimo anno, infatti, è stato caratterizzato da un aumento generalizzato della volatilità sui mercati azionari internazionali. In tale contesto il comparto ha generato rendimenti reali migliori dell'azionario internazionale, riducendo in modo consistente la volatilità ed i drawdown.

Per questo è ritenuto uno strumento adatto ai risparmiatori che desiderano partecipare alla crescita dei mercati azionari e a perseguire un aumento del capitale nel lungo termine, delegando la gestione dell'investimento a degli esperti.

DRAWDOWN E VOLATILITÀ DI EURIZON EASYFUND AZIONI STRATEGIA FLESSIBILE E DELL'INDICE

Fondo/Indice	Max drawdown dal 2/8/2015 al 30/7/2016	Volatilità annua dal 2/8/2015 al 30/7/2015
Eurizon EasyFund Azioni Strategia Flessibile Z	-5,53%	8,05%
MSCI World 100% Hdg Euro	-15,09%	15,76%

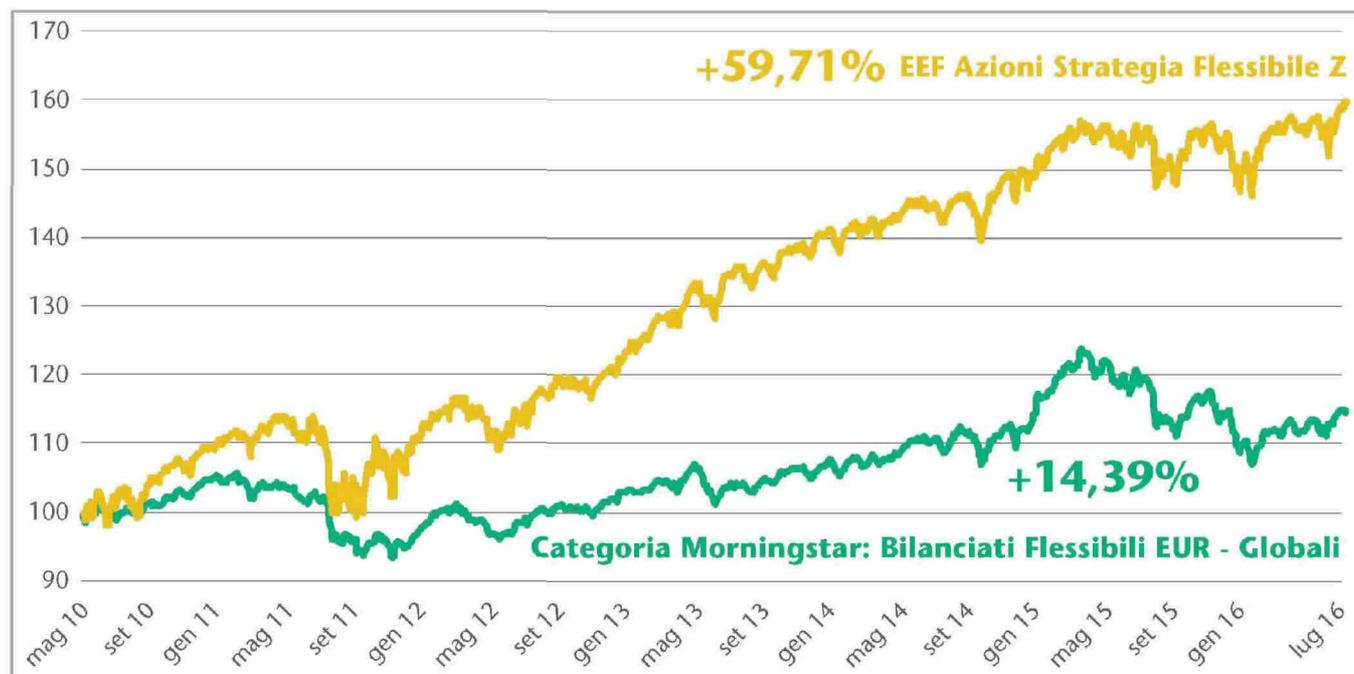
Dati al 31/07/2016. Fonte: Dati Morningstar Direct.

I dati di Max Drawdown e Volatilità annua sono calcolati su dati settimanali.

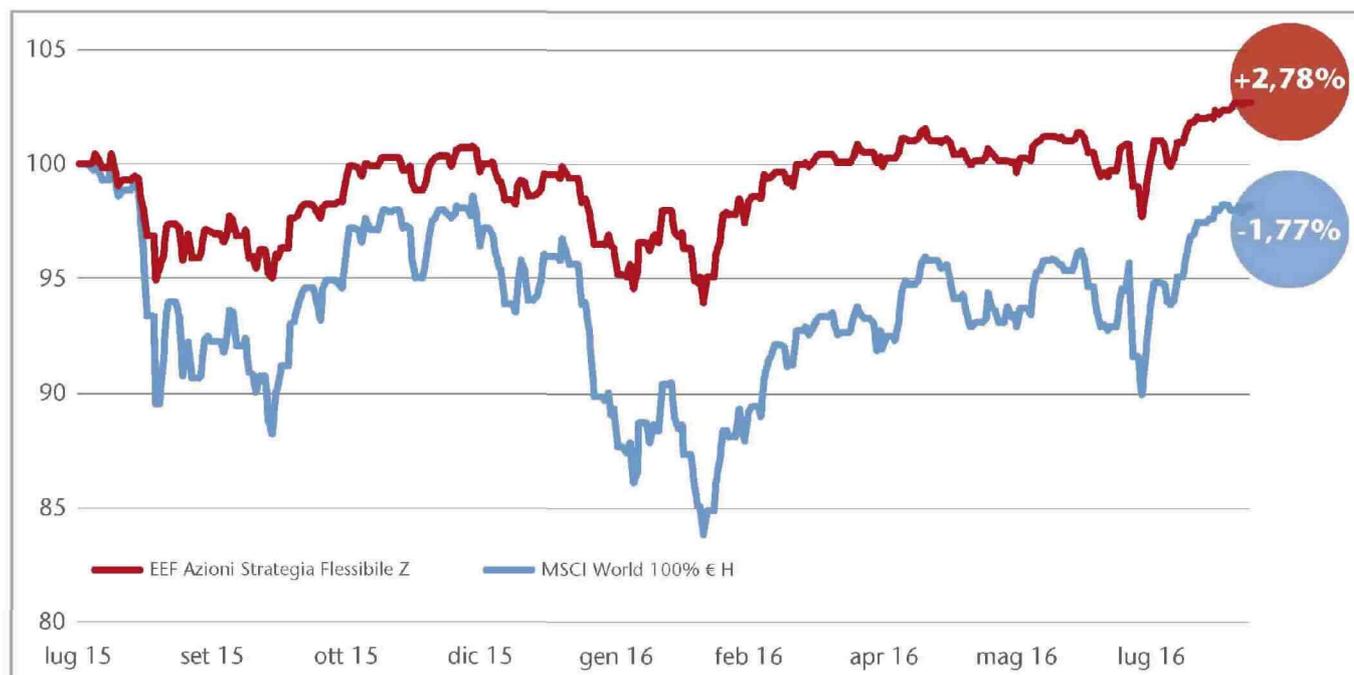
Eurizon EasyFund

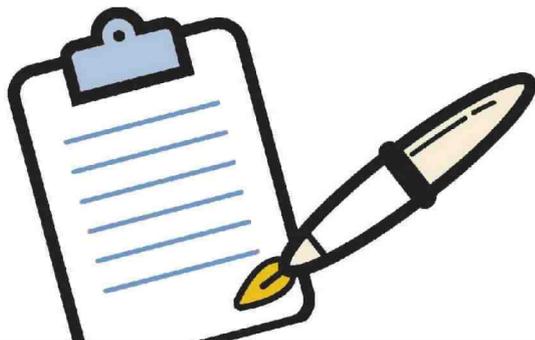
Azioni Strategia Flessibile

LE PERFORMANCE DEL COMPARTO - CLASSE Z



EURIZON EASYFUND AZIONI STRATEGIA FLESSIBILE VS MSCI WORLD PERFORMANCE A CONFRONTO





INFORMAZIONI GENERALI

Categoria Morningstar	Bilanciati Flessibili EUR - Globali
Gestore delegato	Eurizon Capital SGR - Manager: Corrado Gaudenzi
Inizio operatività	09/07/2010 - Retail 20/05/2010 - Istituzionale
Calcolo NAV	giornaliero
Commissioni	<i>di gestione: 1,80%</i> (classe R) - <i>1,40%</i> (classe RL, S e SD) - <i>0,60%</i> (classe Z e ZD) <i>di distribuzione: 0,40%</i> solo classi S e SD <i>di performance: 20%</i> della differenza maturata nell'anno solare tra l'incremento percentuale del valore della quota e l'incremento percentuale massimo tra i due parametri di riferimento (i) MTS Bot + 1,50% e (ii) benchmark composto da 50% MTS BOT + 25% MSCI Europe + 25% S&P 500 relativi al medesimo periodo rispetto all'High Water Mark
ISIN	LU0497415702 (classe R - Retail) LU0497416007 (classe RL - Retail) LU0497418391 (classe Z - Istituzionale) LU0792173956 (classe ZD - Istituzionale a distribuzione) LU1341632914 (classe S - Retail) LU1341633219 (classe SD - Retail a distribuzione)
Limiti di rischio	99% VaR: -14,80% mensile



Premio Cerchio d'Oro
dell'Innovazione Finanziaria
(anno 2012)



**UN COMPARTO AL TOP
DELLA SUA CATEGORIA**

MORNINGSTAR®

**CINQUE STELLE A 3, 5 ANNI
E OVERALL**

