

Asset Allocation Mercer 2016: principali evidenze ed implicazioni per gli Investitori Istituzionali

Luca De Biasi – Responsabile Investimenti e Retirement Mercer.

Mercer è società leader a livello mondiale nella consulenza ad Investitori Istituzionali, a cui viene prestata consulenza strategica e servizi di investimento in ogni fase del processo decisionale associato ad attività di investimento. Asset in advisory di circa 9,1 mila miliardi di dollari, attivi in gestione 140 miliardi di dollari.

Il 2015 è stato sicuramente un anno particolarmente volatile per quel che concerne i mercati finanziari, caratterizzato da incertezza politica, l'implementazione di ulteriori politiche non convenzionali da parte delle banche centrali e fenomeni di volatilità particolarmente accentuati. L'anno 2016 sembra ripercorrere questo andamento. Abbiamo avuto due mesi molto difficili ad inizio anno, con i mercati finanziari dominati dalla volatilità, un evento politico dalle conseguenze ancora non ben definito (Brexit), un'ulteriore implementazione di politiche monetarie non convenzionali da parte delle banche Centrali che hanno avuto come immediato riflesso una situazione delle principali curve dei tassi di interesse paradossale con rendimenti negativi su buona parte delle scadenze e dei tratti di curva (basti pensare che in giugno anche l'obbligazione tedesca decennale, il bund, è "finita" in territorio negativo). Le sfide poste agli investitori diventano sempre più complesse, sia per l'andamento "anomalo" dei mercati obbligazionari che per i multipli a cui trattano i mercati azionari che rendono davvero difficile strutturare dei portafogli in grado di generare ritorni prospettici interessanti e "resistere agli urti".

In tale contesto, che si ritiene possa vedere i mercati finanziari ancora guidati non solo da considerazioni di tipo economico/finanziario ma anche di tipo politico (andando a ricomprendere in questa voce anche l'evoluzione prospettica delle politiche monetarie in territori inesplorati), è possibile identificare una serie di temi di investimento che possono essere di supporto per gli investitori nel navigare queste acque agitate.

Tra questi è importante citare:

- La ridotta liquidità su molti mercati finanziari che potrebbe essere alla base di severi episodi di alta volatilità sui mercati finanziari. In tale contesto è opportuno che gli investitori considerino con molta attenzione l'impatto potenziale di importanti correzioni dei mercati finanziari, preparando le necessarie azioni per trarre profitto da questi momenti di forte stress.
- Un ciclo del credito ormai maturo che necessita di un robusto sistema di risk management (considerando anche strategie di protezione da eventi estremi) che possa consentire di beneficiare di opportunità che emergono nell'area del distressed debt.

- Una rotazione dal beta all'alpha, andando quindi a considerare la mancanza di alternative in ambito beta (riteniamo ci sia una scarsità di "easy beta") che necessitano di una costante ricerca di alpha mediante opportune competenze dei gestori selezionati.
- La predominanza di pensare nel lungo termine, sia per quel che riguarda l'adozione di politiche di gestione non convenzionali che per quel che riguarda la capacità di catturare il premio di illiquidità implicito nei mercati privati.

Queste considerazioni vanno analizzate nel contesto di una analisi approfondita dei fattori di opportunità e rischio di breve e lungo periodo delineati da Mercer (tabella 1)

Tabella 1

Fattori di opportunità di breve termine:

- Crescita attesa dei paesi sviluppati nel 2016 superiore alla media di lungo termine
- Inflazione limitata e potenziale deflazione consentono alle banche centrali di mantenere una politica monetaria accomodante
- Prezzi delle materie prime e del petrolio deboli
- Sistema bancario più forte
- Bilanci societari migliorati

Fattori di opportunità di lungo termine:

- Alternative nella produzione energetica
- Ristrutturazioni societarie e riduzione dei livelli di indebitamento
- Nuovi consumatori dai paesi emergenti
- Innovazione tecnologica
- Interventi regolamentari per eliminare lo "shadow banking"

Fattori di rischio di breve termine:

- Elevata volatilità del mercato
- Incertezza sugli sviluppi delle politiche monetarie
- I paesi emergenti rimangono deboli, specialmente se con materie prime deboli e con dollaro forte
- Ridotta liquidità sui mercati "liquidi"
- Ciclo del credito maturo
- Coalizioni politiche nazionalistiche in ascesa

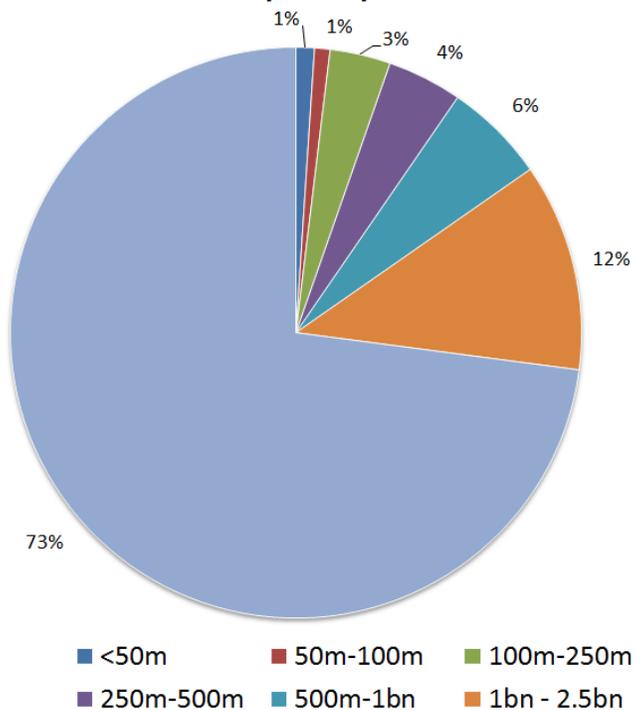
Fattori di rischio di lungo termine:

- Rallentamento economico della Cina
- Frammentazione Europea
- Rischi geo-politici
- Invecchiamento della popolazione
- Risorse naturali limitate
- Rischi collegati ai cambiamenti climatici

Una accurata ed attenta analisi delle Asset Allocation di portafoglio dei principali Investitori Istituzionali europei ha il vantaggio di evidenziare alcune tendenze chiare e definite che vanno a caratterizzare in modo univoco e specifico il comportamento degli investitori Istituzionali. La ricerca analizza un campione davvero considerevole di circa 1.100 portafogli di investitori Istituzionali Europei in 14 paesi per un totale di attività di oltre 930 miliardi di euro. In base alla dimensione del patrimonio dei partecipanti, gli asset presi in considerazione si distribuiscono secondo quanto riportato nella figura 1.

Figura 1

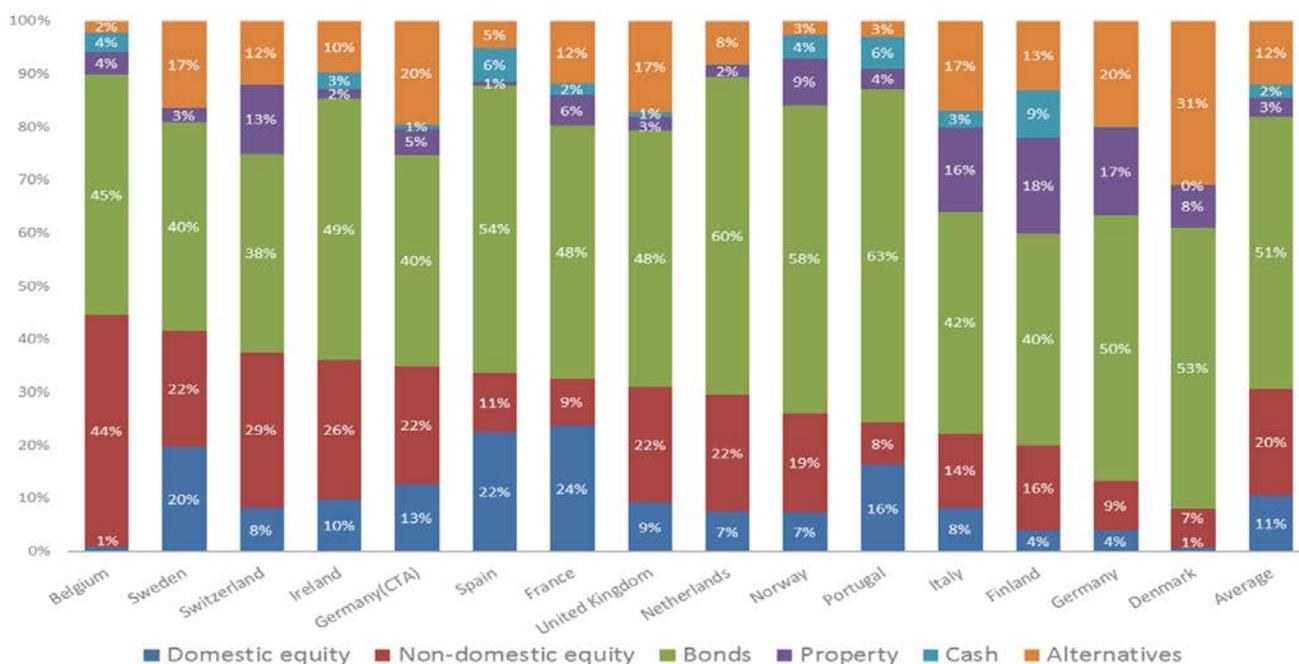
Suddivisione degli asset oggetto di indagine per dimensione del patrimonio dei partecipanti



In termini di allocazione di portafoglio possiamo notare come gli investitori Istituzionali europei, in un contesto di tassi negativi, stiano riposizionando i portafogli registrando una riduzione delle allocazioni azionarie ed un aumento delle allocazioni in strumenti alternativi (figura 2). È evidente come le nazioni caratterizzate da curve di rendimenti con tassi negativi abbiano registrato significative riduzioni nella componente obbligazionaria, mentre in generale è chiaro ed evidente un bias domestico per quel che concerne l'esposizione sul mercato azionario "domestico" (intendendosi per domestico il mercato area euro). Per certi versi il mercato italiano ha una caratterizzazione specifica in

cui a dominare sono importanti investimenti sul mercato immobiliare ed una componente obbligazionaria dominata dai titoli obbligazionari domestici.

Figura 2



È chiaro che nell'ambito che abbiamo precedentemente contestualizzato dominato da mercati volatili, rendimenti obbligazionari molto bassi (talvolta rendimenti negativi) gli investitori sono chiamati ad orientarsi verso asset class e strategie meno familiari e più flessibili (sia strategie alternative che investimenti in strategie a ritorno assoluto). È sorprendente che il campione degli investitori Istituzionali Italiano analizzato evidenzi invece alcune resistenze (figura 3).

Figura 3

Domande quantitative al campione italiano sull'atteggiamento prospettico



I mercati privati infatti rappresentano in ottica prospettica sia una fonte di alpha (o rendimenti incrementali) che un buon elemento di diversificazione del rischio. In tale contesto vanno annoverati tra gli altri il Private Equity, le infrastrutture, gli asset reali, il debito privato. La caratteristica di tali componenti è anche quella di riuscire, implicitamente, ad “incorporare” l’inflazione offrendo rendimenti reali interessanti. Il 64% del campione italiano non valuta la possibilità di investire in questa specifica asset class.

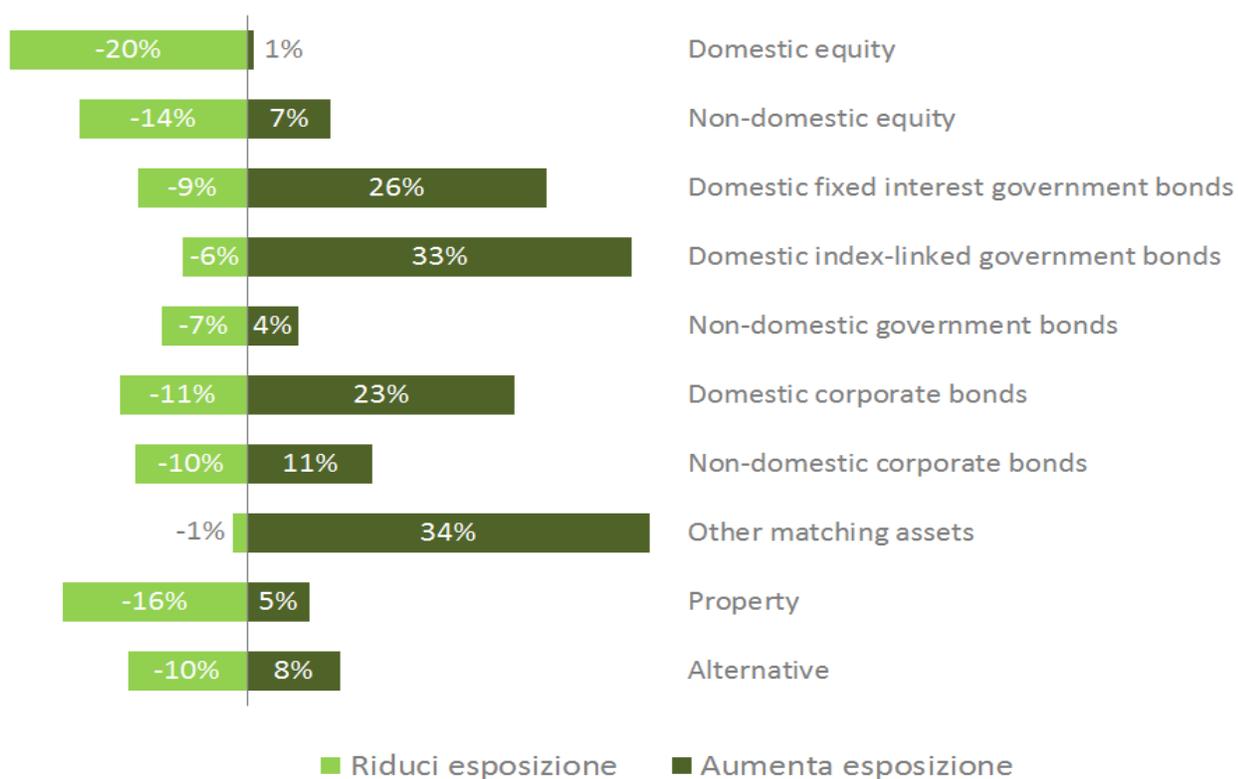
Paradossale invece l’evidenza specifica relativa all’investimento in strategie obbligazionarie a ritorno assoluto, specialmente alla luce di curve dei tassi di interesse molto compresse e sovente in territorio negativo. In questo caso è immaginabile che in futuro, anche alla luce delle politiche monetarie non convenzionali, ci possa essere una blanda ripresa delle pressioni inflazionistiche con una più o meno accelerata fase di rialzo dei tassi di interesse. Appare quindi questa la fase di mercato specifica per strutturare ed implementare in portafoglio delle strategie obbligazionarie a ritorno assoluto meno legate alla direzionalità dei tassi di interesse (di per se molto compressi) ed anzi in grado di trarre beneficio anche da fasi di rialzo dei tassi di interesse (c.d. strategie con range di duration anche negativo).

Guardano alle future tendenze di asset allocation che emergono dallo studio Mercer (figura 4) è possibile ritenere che vi saranno ulteriori riduzioni nell’ambito della componente azionaria compensate da aumenti del comparto obbligazionario sia governativo (nominale e inflation linked) che societario. Con forte dislocazione rispetto alle evidenze dello studio Mercer dello scorso anno il

numero di investitori che prevede di ridurre l'esposizione nel segmento alternativo (in particolare sul property) è superiore rispetto a coloro i quali prevedono di incrementare queste allocazioni.

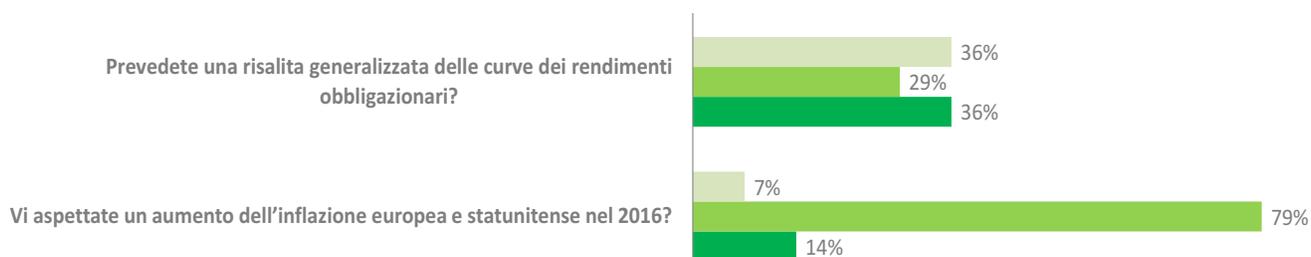
Figura 4

Percentuale dei partecipanti che prevedono di cambiare la strategia di investimento



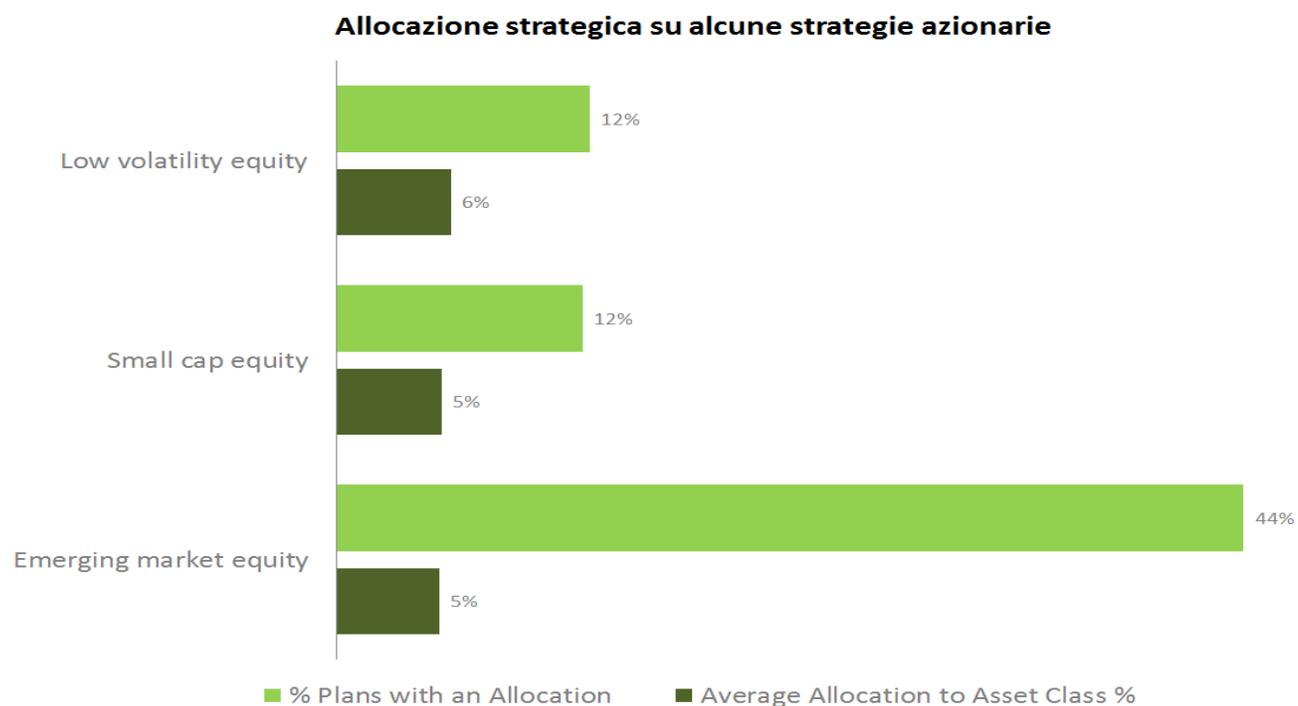
Guardando al mercato italiano, i dati non cambiano in maniera importante. Del resto questo genere di considerazioni prospettiche, difficili da valutare nel contesto precedentemente descritto dei tassi di interesse negativi e dello spread di credito particolarmente compresso, deve essere analizzato avendo bene presenti le considerazioni fatte dagli investitori italiani sui rendimenti obbligazionari e sulle prospettive inflazionistiche (figura 5). Infatti solo il 29% del campione degli investitori Italiani prevede una risalita dei tassi di interesse ed il 79% degli intervistati ritiene non possibile un aumento dell'inflazione nel 2016. È lecito quindi aspettarsi che gli investitori non percepiscano il rischio implicito ed intrinseco di componenti obbligazionarie caratterizzate da lunga duration e rendimenti molto compressi.

Figura 5



Per quel che concerne invece i portafogli azionari va rilevato come gli stessi si presentino maggiormente diversificati rispetto agli anni precedenti. Sono ormai familiari le esposizioni sui mercati emergenti e sulle piccole capitalizzazioni e viene utilizzata anche la componente cosiddetta low volatility con la finalità di avere una esposizione sul mercato azionario controllando implicitamente i parametri di volatilità (figura 6). Ancora poco familiari le strategie che si focalizzano sulla copertura dei rischi di coda (“tail risks”) con solo il 10% del campione Europeo che dichiara di averle considerate o implementate. Va detto che a potremmo essere vicini a un ulteriore periodo di grande volatilità sui mercati finanziari e quindi il non considerare opportunamente tutte le possibili classi di investimento, o peggio, rimanere legati a schemi tradizionali di costruzione di portafoglio implicitamente espone i patrimoni a rischi di perdite significative.

Figura 6

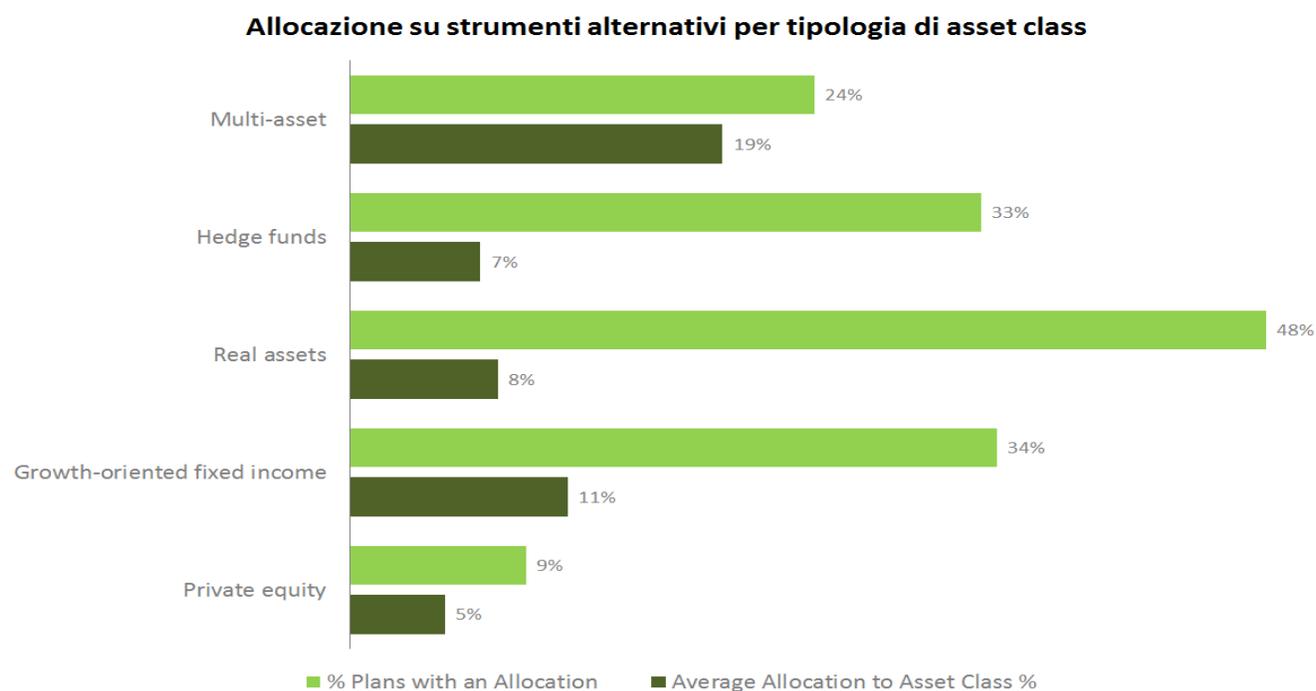


La componente degli investimenti alternativi ha visto una sostanziale stabilità rispetto allo scorso anno, con allocazioni medie che oscillano dal 5% del Private Equity fino al 19% delle strategie multi asset (figura 7).

Vale la pena ribadire che nell'ambito della categoria degli investimenti alternativi rientrano il debito privato (sia senior che mezzanino) in grado di assicurare flussi di cassa regolari, le risorse naturali, le infrastrutture, il real estate che a flussi di cassa abbinano anche guadagni in conto capitale e sensitività rispetto all'inflazione ed infine il private equity che offre principalmente significativi guadagni in conto capitale.

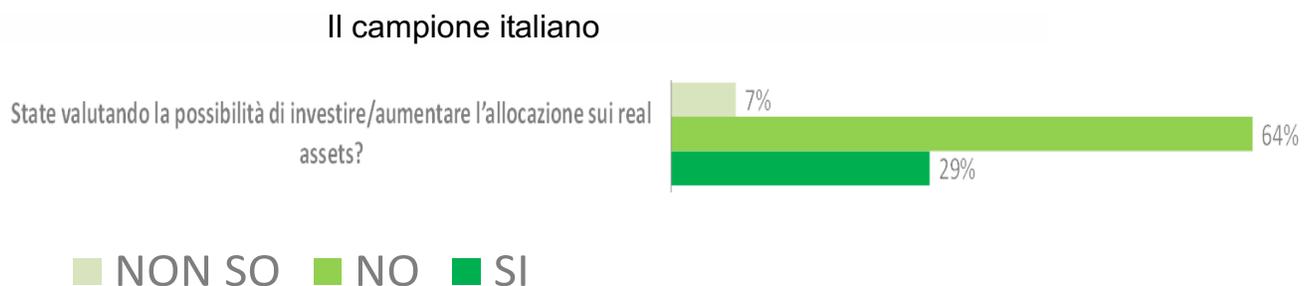
Le motivazioni che rendono questa categoria di investimenti interessante spaziano da un maggior potenziale per rendimenti aggiuntivi ad una diversificazione dei rischi associati ad esposizione sui mercati tradizionali quotati alla imprescindibile capacità di capitalizzare il cosiddetto premio di illiquidità.

Figura 7



Anche qui dobbiamo evidenziare una differenza tra il comportamento degli investitori europei ed il mercato italiano. A livello europeo è evidente un approccio teso ad analizzare ed utilizzare nella costruzione di portafoglio asset reali e alternativi mentre il mercato Italiano è ancora scettico con solo il 29% degli investitori istituzionali intervistati disponibile ad aumentare l'allocazione sui asset reali (figura 8).

Figura 8



Un tema particolarmente rilevante e che sta ricevendo sempre maggiore attenzione a livello mondiale è quello degli investimenti e principi ESG (enviromental, social and corporate governance). È evidente come anche a livello europeo la tematica sia molto considerata con il 79% degli intervistati nell'ambito della ricerca Mercer che riferisce di prendere in considerazione questi fattori nell'ambito dei processi di investimento e selezione (da notare come questa percentuale fosse del 55% nel 2015). Il tema è invece non adeguatamente considerato dagli investitori Italiano con il 64% degli intervistati che dichiara di non considerare tematiche ESG o fattori legati al cambiamento climatico nell'ambito degli specifici processi di investimento (figura 9).

Figura 9



In conclusione possiamo affermare che un approccio orientato al lungo termine, in grado di considerare anche fattori ESG e costruito con una prospettiva meno convenzionale e orientata anche alla preservazione del capitale sarebbe auspicabile visto il contesto di mercato non facile e potenzialmente soggetto a repentini aumenti di volatilità. È opinione di chi scrive che in questo momento gli investitori stiano sottostimando implicitamente i rischi di portafoglio. Ciò a causa di un pattern delle volatilità "esogenamente" tenuto a livelli molto bassi (in primis da politiche monetarie non convenzionali). Il vero rischio in questo contesto è che si possa fare un affidamento assoluto a modellistiche quantitative di gestione del rischio e costruzione del portafoglio che implicitamente utilizzano parametri storici di volatilità e correlazioni in qualche modo artefatti. La cieca fiducia nei risultati di questi modelli fa sì che le strutture di gestione ed i Board Direzionali prendano per assolute e rappresentative dei rischi impliciti misure di volatilità e Var sottostimate. È probabile che il rischio implicito di portafoglio sia significativamente maggiore rispetto a quanto fatto ipotizzare dai precedentemente menzionati parametri di volatilità presenti sul mercato. È quindi imperativo cercare di costruire i portafogli in modo non convenzionale andando ad utilizzare componenti di hedging e diversificazione (quali oro, strategie a ritorno assoluto, asset reali) che impongono agli investitori un cambio di paradigma nella strutturazione dei

portafogli. La ricerca Mercer evidenzia come molto è stato fatto ma la strada è ancora lunga. Per quel che riguarda le specificità del mercato Italiano vi sono sicuramente ambiti che necessitano di una maggiore consapevolezza.