

COVER STORY

Esistono ancora i beni rifugio?

Arte e immobili finiscono troppo spesso per adeguarsi nei momenti di crisi all'andamento delle borse.

I diamanti mostrano tenuta ma anche qualche criticità. Rimangono l'oro e le valute forti, difficili da gestire. Che cosa si può fare allora per mettere al riparo il capitale dall'alta volatilità?

Ecco che prendono forma i nuovi beni rifugio, dai fondi Multi asset a un uso tattico del contante

di Max Malandra

I beni rifugio, esistono ancora o la volatilità dei mercati ha spazzato via anche capisaldi come oro (vedi articolo a pag. 25), mattone e diamanti a cui aggrapparsi come extrema ratio in casi di crisi finanziaria?

La globalizzazione è sinonimo di progresso e un'opportunità nel momento in cui offre occasioni profittevoli d'investimento, magari su mercati dall'altra parte del mondo, ma al tempo stesso non si può dimenticare come un battito d'ali a Pechino possa trasformarsi in una bufera nell'Eurozona o negli Stati Uniti. Come del resto è successo solo pochi mesi fa. E allora, in un momento in tutto è in discussione, si torna a parlare di beni rifugio. Anche se, spiegano dalle principali case d'investimento, il fai da te, specialmente sull'onda di emozioni e paure legate magari a eventi che balzano agli onori della cronaca, è sempre la via peggiore per preservare i propri capitali: meglio affidare una delega ampia a gestori che abbiano già dimostrato in passato di saper navigare con successo i mari tempestosi dei mercati finanziari. «A nostro parere l'oro, più che un safe heaven, è solo un hedge, una copertura

per rischi specifici» spiega **Benjamin Melman**, head of asset allocation & sovereign debt di Edmond de Rothschild Am «un bene che sale con i tassi di interesse negativi, quando si acuiscono i rischi geopolitici o l'inflazione rialza la testa, ma che può anche far perdere un sacco di soldi, a differenza di Treasury o Bund: per questo non lo consideriamo un porto sicuro. Lo Yen, invece, potrebbe essere un buon hedge e proteggere da diversi rischi, ma non, per esempio, da quello di inflazione negli Stati Uniti». E in questo scenario molto incerto balzano agli onori delle cronache come asset rifugio da una parte la liquidità, da usare come elemento tattico e dall'altra i fondi multi asset.

«Come beni rifugio escludo in partenza opere d'arte, immobili e diamanti», afferma **Massimo Gionso**, consigliere delegato di Cfo Sim. «Le prime hanno liquidità prossima allo zero, orizzonti temporali lunghissimi per ottenere un rendimento e infine occorre essere esperti per evitare fregature. Gli immobili hanno anch'essi liquidabilità molto bassa e sono tartassati da imposte e tasse e, anche se in genere preservano il capitale, i tem-



Benjamin Melman,
head of asset
allocation &
sovereign debt
di Edmond de
Rothschild Am

pi di recupero sono sempre dilatati. Senza

contare che la dislocazione geografica è fondamentale, ma al tempo stesso è anche un fattore che si paga e va quindi quantificato. Rimangono le valute, da usare in ottica di diversificazione, oltre al bene rifugio per eccellenza, vale a dire l'oro: il lingotto è standard dall'Europa all'Australia e ha un prezzo praticamente unico e ufficiale in tutto il mondo». «Per quanto riguarda gli immobili, sono ovviamente importanti in un'ottica di diversificazione e ne costituiscono



una componente illiquida, ma di certo non possiamo considerarli come un bene rifugio», conferma **Dario Tosetti**, presidente di Tosetti Value, uno dei principali Multi-family Office e Sim di consulenza «Nel nostro ruolo abbiamo il dovere di educare dal punto di vista finanziario le famiglie che seguiamo ed eliminare quanto più possibile l'emotività tipica dell'essere umano e del nostro settore. L'obiettivo è cioè quello di fornire una asset allocation parametrata all'andamento economico mondiale. In questo senso pensiamo che molto difficilmente assisteremo a una recessione quest'anno, anche se le difficoltà non mancano di certo. Il bene rifugio non è un porto in cui infilarsi quest'anno, ma un asset da tenere nella propria allocazione di portafoglio: tipicamente l'oro, cui però non destinerei più del 5%».

«Definire a priori la porzione di portafoglio da dedicare ai **safe haven** è un esercizio difficile, sia perché dipende

L'ORO È ADATTO A TUTTE LE STAGIONI, MA ATTENZIONE A POSSIBILI E REPENTINE INVERSIONI DEL PREZZO

Poi, se la crisi si aggrava, rimangono i **bond lunghi di paesi solidi** e proprietari della valuta di denominazione delle obbligazioni. «Quindi in primo luogo gli Stati Uniti e i Treasury», continua lo strategist di Anthilia. «Del resto, in una situazione di difficoltà economica i tassi non vanno certo all'insù, quindi questi bond oltre a conservare valore possono anche portare a buoni guadagni in conto capitale». Diverso invece il discorso per il **Bund**, percepito sempre come porto sicuro ma legato a una valuta, l'euro,



Dario Tosetti,
presidente
di Tosetti Value

dalla propensione al rischio del singolo investitore sia perché è più vicino alla classica logica del buy & hold, che mal si adatta a quella che è diventata la nuova normalità dei mercati finanziari», spiega **Andrea Menescardi**, responsabile Ufficio studi di Sofia Sgr. «Riteniamo che il portafoglio vada gestito in modo attivo e la percentuale destinata ai beni rifugio adeguarsi alle diverse fasi di mercato». «Oro e soprattutto i titoli auriferi sono un ottimo hedge per situazioni simili a quella che abbiamo vissuto nei primi mesi dell'anno», dice **Giuseppe Sersale** strategist di Anthilia Capital Partners Sgr. «Infatti abbiamo assistito a un forte rally delle compagnie aurifere. Senza contare che essendo denominate in dollari Usa, così come l'oro, rappresentano una ulteriore diversificazione valutaria». «Come bene rifugio l'oro è adatto a tutte le stagioni e può funzionare come protezione nei periodi con elevati tassi di

inflazione», sottolinea Menescardi. «Ma anche in questo caso attenzione a possibili repentine inversioni del prezzo al cambiare delle condizioni economiche».

che potrebbe subire i contraccolpi di una crisi europea: «L'unico motivo per cui il decennale tedesco potrebbe essere appetibile è nel caso di una fortissima crisi che porti all'implosione della zona euro e quindi a un ritorno del marco tedesco», spiega Sersale.

Nella categoria di quelli che non credono al Bund vi è anche Menescardi: «A questi livelli soffre di una forte asimmetria tra rischio e rendimento: con oltre nove punti di duration, a meno di uno scenario di recessione globale e deflazione, anche un temporaneo spike dell'inflazione potrebbe portare a una significativa discesa dei corsi. E un'ulteriore azione della Bce potrebbe ripristinare aspettative di inflazione da cui scaturirebbero perdite in conto capitale difficilmente riassorbibili».

Accanto alle obbligazioni di lunga scadenza, quindi, tornano a far capolino le **valute**. «Nell'ambito di una diversifica-



Giuseppe Sersale
strategist
di Anthilia Capital
Partners Sgr

zione di portafoglio, gli addetti ai lavori devono necessariamente cercare alternative all'euro, ma l'operazione deve avere un senso e soprattutto creare valore per i clienti», continua Dario Tosetti. «Negli ultimi due anni abbiamo realizzato buone performance anche attraverso il comparto valutario, ma ormai il **differenziale con gli Stati Uniti si è molto ridotto** e la possibilità di sfruttarlo si è affievolita. Per dire: abbiamo iniziato il 2015 con i portafogli dei clienti investiti per circa il 35% in valute diverse dall'euro, ma questa percentuale si è praticamente azzerata a fine anno. E al momento non vediamo motivi per andare su altre valute. In ogni caso tra le valute che monitoriamo ci sono il dollaro Usa e le monete di paesi magari con problemi di tipo geopolitico, ma che possono ▶▶

contare su un'economia che cresce più di quella dell'area euro, per esempio il peso messicano o la rupia indonesiana. In questi casi bisogna monitorare i rischi geopolitici.

«Un paniere di diverse valute rientra assolutamente in un'ottica di diversificazione» conferma Gionso. «Eviterei le valute nordiche per il contesto macro legato al petrolio, meglio piuttosto il dollaro Usa, australiano e neozelandese, il franco anche se non è tra i miei preferiti, ma anche la rupia indiana: insomma, monete di paesi che non vanno troppo male, evitando invece quelle degli altri Emergenti, troppo volatili». Ancora più selettivi ad Anthilia: «La Svizzera ha tutta la curva dei rendimenti negativa, ma il franco rimane un porto sicuro se la si-



Andrea Menescardi,
responsabile
Ufficio studi
di Sofia Sgr

tuazione precipita e se la fuga di capitali dai

paesi coinvolti nella crisi cresce», spiega Sersale. «Eviterei invece le monete scandinave e quella canadese troppo legate al petrolio, così come lo yen: di solito viene usato come moneta di finanziamento per operazioni speculative di carry trade, che vengono smontate se la situazione peggiora, e quindi si assiste a un recupero della moneta giapponese. Tuttavia questa volta il paese, che in genere viene apprezzato per il forte avanzo commerciale, non mi sembra attrezzato per una crisi, quindi escluderei lo yen dai possibili beni rifugio».

«Non vedo valute interessanti come beni rifugio», chiude il discorso **Luca Barillaro**, consulente indipendente. «La Svizzera va in crisi con il franco sotto 1,10 contro euro, senza contare che il paese ha molto meno appeal con la perdita del segreto bancario, i paesi scandinavi sono in un declino irreversibile tra problemi legati al petrolio, a un pluriennale



Lorenzo Alfieri,
country head
per l'Italia di
Jp Morgan Am

recessione e all'accoglienza dei profughi.

Forse il dollaro australiano rimane interessante perché lontano dall'Europa anche se legato alla Cina. Infine, tra le valute da evitare ci metto anche il dollaro Usa: mi sento infatti di consigliare i Treasury statunitensi, ma con un hedging, una copertura, sul rischio cambio euro-dollaro. Oppure l'oro fisico, non quello detenuto con Etf».

Ma quale potrebbe essere una possibile causa scatenante di una eventuale crisi dietro l'angolo? Massimo Gionso in merito ha le idee chiare: «starei molto attento al rischio sistemico del settore bancario, non necessariamente degli istituti italiani, ma più in generale a un pericolo creditizio che possa congelare i prestiti tra banche e quindi la circolazione del denaro come successo nel 2008. Un fatto del genere potrebbe soffocare la mini ripresa in atto in Europa». Concorde in buona parte anche lo strategist di Anthilia: «Pensiamo che i **problemi possano derivare dal settore bancario europeo** se la Bce non riuscisse a bloccare il coacervo di problemi del comparto: le richieste sempre maggiori alle banche di regolamentazione, di accantonamenti, di capitale, di trattamento dei non performing loan, sono tutti fattori che rischiano di vanificare quanto di buono fatto in questi anni dalla Banca centrale. Mi preoccupano meno invece gli Stati Uniti, la cui economia secondo noi va meglio di quanto percepito dai mercati: la discesa degli utili c'è stata, certo, ma attribuibile in gran parte al settore energetico». I pericoli si trovano invece fuori dal nostro continente per Tosetti: «Lo scenario peggiore per noi, accanto a quello di rischi geopolitici legati ai rapporti tra le grandi potenze, è dato da un rallentamento cinese più

accentuato di quanto dichiarato dal governo, oppure da quello dell'economia statunitense, con conseguente stop della politica monetaria restrittiva della Fed», spiega il presidente del Multi-family office. «Secondo noi occorrono almeno quattro o cinque rialzi dei tassi perché si arrivi al picco del ciclo con tassi più alti di quelli attuali che consentano quindi di avere nuove leve monetarie per una successiva fase di calo».

Torna invece in Europa Barillaro, che fissa una data precisa per una eventuale crisi, giugno, che ha anche un nome: **Brexit**. «Se la Gran Bretagna desse l'esempio e uscisse dall'Unione europea, il rischio, molto elevato, è che altri stati possano seguirla», spiega il consulente indipendente. «Soprattutto se dopo un po' di mesi il paese migliorasse in misura tangibile, sarebbe il vero segnale di un liberi tutti: qualche paese dell'Europa centrale e settentrionale inizierebbe a muovere i primi passi sul sentiero tracciato dal Regno Unito e gli altri seguirebbero a ruota».

Rimangono infine i **beni rifugio da collezione**. Escludendo le auto storiche, per le quali occorre essere comunque esperti (oltre che aver bisogno di spazi protetti



Fabio Caiani,
responsabile
di Nordea in Italia

ma anche amici, cosa rimane? I diamanti

scontano la necessità di essere esperti per poter scegliere quelli con le giuste caratteristiche, senza contare lo spread tra prezzi di acquisto e di vendita e i costi legati alle commissioni. Anche se di recente alcune società specializzate si sono affacciate su questo mercato offrendo i cosiddetti diamanti da investimento con prezzi unici di acquisto/vendita (al lordo delle commissioni). Inoltre, se è vero che negli ultimi 40 anni **De Beers**, monopolista del settore, controllava ▶▶

COVER STORY



e calmierava i prezzi semplicemente aumentando o riducendo la quantità di diamanti in circolazione, l'anno scorso, per la prima volta in assoluto, ha tagliato del 9% i prezzi: un precedente da non dimenticare. Senza contare che negli ultimi anni solamente il rafforzamento del dollaro nei confronti dell'euro ha permesso agli investitori europei una performance positiva su questo asset. Altri beni? «Per quanto riguarda le monete antiche, da museo, per esempio quelle dell'antica Roma per intenderci, ricadiamo nel discorso che abbiamo fatto per le opere d'arte», aggiunge il consigliere di Cfo Sim. «Le altre non hanno più un



Massimo Gionso,
consigliere
delegato
di Cfo Sim

valore numismatico, ma semplicemente valgono l'oro con cui sono forgiate. Tra il comprare la sterlina, il kruger, il peso, il 20 dollari, il marenco o il fiorino oppure il lingotto, direi che la differenza è veramente minima».

«Gli orologi», interviene invece Barillaro. «Non certo tutti, ma direi solo i più liquidi, quelli che hanno un mercato vivace e solido, penso ai Rolex e ai Patek Philippe. Altri come per esempio i Vacheron-Constantin, a mio giudizio, sono troppo legati al gusto personale e hanno quindi una scarsa liquidabilità».

«In ogni caso, tra tutti i beni rifugio, rimango convinto che quello più sicuro e liquido sia il **contante**», conclude Gionso. «Cash is king, come recita il detto: inoltre, se non ti piace l'euro oppure se si ha paura della situazione nell'Eurozona, è sufficiente aprire un conto, in modo assolutamente legale, in un qualsiasi paese del mondo e depositare contante».

**MULTI ASSET
IL NUOVO BENE RIFUGIO**

«Riuscire a cogliere il momento giusto e l'asset class corretta nel contesto attuale risulta essere un compito molto complesso e difficile» spazza il campo da ogni

illusione **Lorenzo Alfieri**, country head per l'Italia di Jp Morgan Am «Le soluzioni di investimento più idonee in una fase di mercato come l'attuale, quindi, sono rappresentate da strategie multiasset che permettano di superare, o comunque aggirare, il problema di valutazioni molto difficili da compiere e di cambiamenti di mercato repentini».

«Gli investimenti sicuri sono sempre più difficili da trovare ma l'immobilità non può essere una soluzione» aggiunge **Fabio Caiani**, responsabile Nordea in Italia «bisogna esplorare le possibilità esistenti sul mercato per identificare le opportunità migliori in asset class che offrono ancora un premio al rischio interessante. Per chi possiede liquidità in questa fase può essere interessante puntare su strategie non-direzionali con la parte core. Ciò può aiutare a stabilizzare e proteggere il portafoglio durante periodi di ribasso dei mercati azionari senza rinunciare a rendimenti stabili e costanti nel tempo». «La gestione ha ovviamente in sé una forte componente di scelta degli asset e di timing sul mercato per produrre rendimento e arrivare ai target prefissati nel medio termine, quindi è probabile che nei momenti di più elevata volatilità il



Luca Gianelle,
client portfolio
manager multi
asset di Russell
Investments

fondo abbia già in portafoglio beni rifugio per difendere le performance fino a quel momento ottenute» interviene **Luca Gianelle**, client portfolio manager multi-asset di Russell Investments «del resto per avere rendimenti dignitosi intorno al 2% almeno in questo periodo storico, occorre indirizzarsi verso gli asset a crescita, azioni soprattutto, ma anche debito emergenti, high yield e asset reali liquidi. Arrivando però ad avere questi risultati con una volatilità che non superi mediamente i due terzi di quella dell'azionario»

COVER STORY



Francesca Martignoni, country head per l'Italia di Fidelity International

«Occorre una strategia molto efficace per aumentare l'efficienza dei portafogli, cioè per migliorare il profilo rischio-rendimento, riducendo la volatilità» aggiunge **Francesca Martignoni**, country head per l'Italia di Fidelity International «le soluzioni multi asset offrono numerosi vantaggi agli investitori, fra cui l'ampia diversificazione, la delega a gestori professionisti e l'esposizione ad asset class innovative, difficilmente accessibili per gli investitori privati. Investono in una gamma particolarmente ampia di asset class ed utilizzano strategie total return, con il fine di ottenere rendimenti asimmetrici e generare crescita, mantenendo livelli di rischio e di volatilità in linea con le esigenze di investitori». Insomma, la parola d'ordine è delega: una volta comprese le difficoltà del fai-da-te, il passo da compiere è quello di lasciare a professionisti del settore le incombenze di scegliere cosa mettere in portafoglio, agire in modo tempestivo per cogliere le opportunità sul mercato, tenersi al corrente sulla situazione finanziaria e sui rischi di singoli emittenti, sulle manovre delle Banche Centrali e sull'andamento della curva dei tassi di interessi delle diverse economie mondiali. In poche parole, gestire il portafoglio in modo efficiente. Delegare quindi l'allocazione sia degli investimenti che del rischio consente da una parte di limitare la volatilità del portafoglio e dall'altra di generare interessanti rendimenti rettificati per il rischio. «Partendo dall'assunto che ogni anno ha una storia a sé, e che non esista un bene o prodotto che performi sempre meglio degli altri, è razionale posizionarsi su diverse asset class contemporaneamente, riallocando in maniera flessibile gli asset in funzione degli sviluppi di mercato e limitando i

rischi attraverso una gestione attiva del portafoglio» esemplifica **Mauro Castiglioni**, head of deutsche Am per l'Italia «un fondo multi asset flessibile consente di cogliere le opportunità nelle fasi dei mercati, investendo dai titoli azionari ai bond, dall'oro alle obbligazioni convertibili, ma al riparo dal pericolo degli investimenti fai da te».

«Quando abbiamo costruito questo prodotto non siamo partiti dal benchmark ma dagli obiettivi dei nostri clienti» ricorda Chris Nichols Investment Director Multi-asset investing, Standard Life Investments, che con il suo Global Absolute Return Strategies ha raccolto circa 7 miliardi di euro nel 2015 «E i clienti chiedono rendimenti accettabili con il minor rischio possibile. Dunque non siamo partiti da un benchmark strategico, ma ci siamo concessi il massimo livello di libertà di investimento. Ma attenzio-

GLI INVESTIMENTI SICURI SONO SEMPRE PIÙ DIFFICILI DA TROVARE MA L'IMMOBILITÀ NON PUÒ ESSERE UNA SOLUZIONE



Mauro Castiglioni, head of deutsche Am per l'Italia

ne: nella nostra visione libertà di investimento va di pari passo con più responsabilità e così abbiamo voluto migliorare il controllo del rischio. Ci impegniamo a fornire molte informazioni sui nostri fondi multi asset, poiché non sono ancora molto familiari agli investitori». «Puntiamo solo su pochi, selezionati e ben decorrelati asset di qualità» aggiunge il Responsabile Nordea in Italia «in ambito azionario il fondo investe nelle cosiddette azioni stabili, società globali a basso beta caratterizzate da elevata stabilità dei corsi e dei fondamentali. In ambito obbligazionario il fondo investe in bond governativi di qualità, al

momento di Stati Uniti e Regno Unito, le cui curve dei rendimenti sono abbastanza inclinate e offrono un interessante premio al rischio, specialmente sul segmento a 7-10 anni».

Ma ci sono metodologie efficienti per entrare in un fondo multi asset? «Si possono adottare due diverse strategie» spiega il Country Head per l'Italia di Jp Morgan Am «da una parte individuare alcuni fondi, evitando quindi di indirizzare tutte le proprie risorse su un solo gestore anche nell'ottica di diversificare la propria posizione su questa asset class. Dall'altra parte, in questa fase di mercato caratterizzata da un'elevata volatilità,

può essere sicuramente utile individuare un orizzonte temporale all'interno del quale entrare, magari attraverso una serie di investimenti. Un esempio in questo senso potrebbe essere appunto la struttura di un Pac che permette di evitare i momenti meno favorevoli e aiuta a identificare il momento più opportuno».

«L'investitore si trova condizionato dalla propria breve storia: magari sbaglia il timing dell'entrata e anche se ha scelto un ottimo fondo è possibile che inizi con un calo» conferma Luca Gianelle «quindi il Pac mi sembra un'ottima soluzione per non lasciare che il risparmiatore possa essere preda di dubbi sul timing di ingresso. Teniamo poi conto che la volatilità negli ultimi mesi è aumentata e ci aspettiamo che sarà comunque un trend destinato a durare: insomma, dovremo convivere ancora a lungo con fenomeni di alta volatilità sui mercati finanziari». «Sono due i principali vantaggi offerti dai Pac» conclude Francesca Martignoni «il primo è quello di mitigare le oscillazioni del mercato, in quanto investendo piccole somme su base regolare è possibile mediare i prezzi di acquisto, riducendo quindi l'impatto della volatilità sul portafoglio».

Il secondo è che l'investimento a rate aiuta a pianificare i propri investimenti favorendo un approccio metodico. Accantonare una somma a scadenze prefissate anziché investire in un'unica soluzione, infatti, può consentire di aumentare i risparmi e le somme investite nel lungo termine».