

# FALLING LEAVES

Le foglie cadenti d'autunno rimandano all'origine della parola portafoglio, composta dai due termini latini "portare" e "folium". L'astuccio protettivo dei "fogli", cioè le singole attività finanziarie, è la diversificazione, messa però a prova dalla correlazione tra azioni e obbligazioni

Autunno, colori caldi e avvolgenti, storie, boschi, leggende. L'autunno è la stagione equinoziale che da sempre affascina gli artisti, è quel momento in cui si esaurisce la vitalità dell'estate ma non si avverte ancora l'alito freddo dell'inverno.

"La liquidazione dell'estate ha in sé una sorta di leggerezza, la svogliatezza e la vacuità di un carnevale tardivo" scrive Bruno Schulz, "un grande teatro ambulante che inganna con la poesia ... autunno, autunno, epoca alessandrina dell'anno, che raccoglie nelle sue immense biblioteche la sterile saggezza dei 365 giorni dell'orbita solare".

Per ammirare l'ocra, l'arancione, il giallo e il rosso del foliage autunnale non c'è bisogno di visitare il Vermont o il Québec: la Val d'Aosta, il Trentino, il Passo della Cisa, le Terre dei Castelli dalle parti di Modena, il "treno del foliage" nella Val Vigizzo sono solo alcuni dei molti luoghi in cui va in scena lo spettacolo dei boschi multicolori, dove si bruciano ancora le stoppie che a Irène Némirovsky ricordavano "i falò dell'autunno che purificano la terra e la preparano per nuove sementi".



John Everett Millais (1829-1896), "Foglie d'Autunno" (1856, City Art Gallery Manchester)



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

Le foglie cadenti a Washington Square a New York sono le protagoniste di un commovente racconto di O. Henry ("L'ultima foglia") e hanno ispirato Jacques Prevert ("Les feuilles mortes"), i suoi versi vennero messi in musica nel 1946, "Autumn Leaves" fu un successo interpretato tra gli altri da Nat King Cole, Edith Piaf, Eric Clapton.

Con molta meno poesia, le foglie cadenti d'autunno hanno ricordato al notista finanziario del Wall Street Journal l'origine della parola portafoglio, composta dai due termini latini "portare" e "folium". Molto costosi e fragili come foglie, anticamente i fogli di carta venivano custoditi e trasportati in speciali astucci in pelle, portafogli appunto.

Il termine portafoglio venne associato per la prima volta agli investimenti nel 1863 ma solo nel secolo scorso è entrato nell'accezione corrente di insieme di attività finanziarie, fragili come il foliage autunnale, esposte alla brutalità del vento. Eppure, scrive Jason Zweig, possono essere di rinforzo vicendevole "quando sono parti di un portafoglio accortamente costruito". La diversificazione è l'impalpabile, resistente astuccio degli strumenti finanziari che si danno mutuo rinforzo in virtù dei loro diversi gradi di correlazione.

Nel mese dell'educazione finanziaria va ricordato ancora una volta quanto la diversificazione delle attività sia decisiva per costruire portafogli resistenti alle temperie dei mercati.

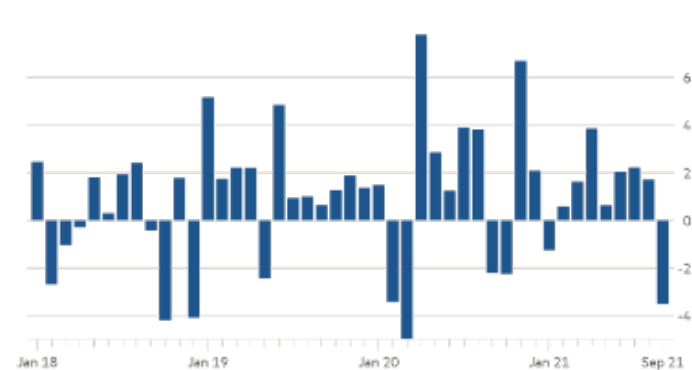
Ma va parimenti ricordato che in quest'ultimo periodo la diversificazione tradizionale tra azioni e obbligazioni si è deteriorata.

Fino a poco tempo fa, quando scendevano le temperature sui mercati e cresceva l'avversione al rischio, scattava il termostato dei rendimenti obbligazionari, il loro tepore compensava le fasi fredde delle azioni. Questo automatismo non scatta più, l'eccezionalità di questi anni, l'interventismo delle banche centrali o l'inedita condizione dei tassi di rendimento hanno infragilito i portafogli, gli astucci che custodiscono i patrimoni finanziari si sono fatti meno protettivi.

Il mese di settembre è stato paradigmatico, i mercati hanno messo a segno la peggiore performance dal marzo 2020 e sono state parimenti penalizzate le azioni e le obbligazioni.

#### Investors suffer as both equities and bonds fall in value

US 60/40 portfolio, % return from previous month



Sources: Refinitiv, FT calculations  
© FT

Rendimenti mensili di un portafoglio 60% azioni, 40% obbligazioni. Fonte: FT, Refinitiv.

Alcuni si sono spinti a pronosticare la fine dei portafogli diversificati o bilanciati ma, come la morte di Mark Twain, la fine dell'egemonia del dollaro o la morte delle azioni (presagita da Newsweek nel 1979), anche questa volta la notizia è fortemente esagerata.

I portafogli diversificati o multi-asset sono tutt'altro che scomparsi, devono però dare prova di elevata flessibilità e capacità di adattamento alle nuove condizioni dello scenario.

L'inflazione, sia nell'ipotesi di transitorietà fino al 2022 o nel caso più temibile di cambio di regime, è per le obbligazioni come la kryptonite per Superman, il sottopeso dei bond governativi resta nell'ordine naturale delle cose. Coerentemente, il rapporto mensile di Bank of America sulle scelte di investimento dei gestori di portafoglio mette in evidenza come la loro esposizione ai bond sia ai minimi storici. Anche l'atteggiamento verso il rischio è il meno favorevole dall'ottobre 2020: la gran parte degli intervistati ha dubbi sulla forza della ripresa, le maggiori preoccupazioni sono costituite dall'inflazione (48% del campione intervistato), dal diverso passo dell'economia cinese (23%), dalle varianti del coronavirus (3%).



Claude Monet (1840-1926), "Autunno ad Argenteuil" (1873, Courtauld Gallery, @ The Samuel Courtauld Trust, Londra)

Ciò nonostante, l'esposizione azionaria resta alta, nel breve termine non sembrano esserci alternative, l'earning yield delle azioni resta ampiamente sopra quello delle obbligazioni (il rendimento reale del decennale americano è attorno a -1%).

A dispetto dei timori di un anticipo del rialzo dei tassi americani, l'indice S&P 500 resta sui massimi più per demerito delle obbligazioni per che meriti propri. Ma pochi giorni fa Powell ha pronunciato parole più severe sull'inflazione: "i rischi sono chiaramente quelli di colli di bottiglia prolungati e più persistenti ... è probabile che le strozzature nell'offerta e una elevata inflazione durino più a lungo di quanto inizialmente previsto ...".

Siamo in una situazione di equilibrio instabile, per dirla con gli Stadio, i portafogli sono esposti all'aumentata correlazione tra azioni e obbligazioni, alle loro reazioni sincrone al cambiamento delle condizioni di scenario. Gli indici azionari devono molto delle loro performance ai titoli della tecnologia il cui peso negli indici è cresciuto, ma la loro sensibilità ai tassi di interesse rende il listino a sua volta più vulnerabile ai tassi di interesse.



Egon Schiele (1890-1918), "Sole d'Autunno" (1912, collezione privata)

La posta in gioco è costituita dai trilioni di dollari globalmente investiti nei grandi fondi pensione e charity, nelle strategie "risk parity" e multi-asset. Se è verosimile attendersi una più accentuata volatilità, è sempre buona norma scansare la tentazione delle previsioni e rimettere a fuoco i criteri di costruzione e ancoraggio dei portafogli.

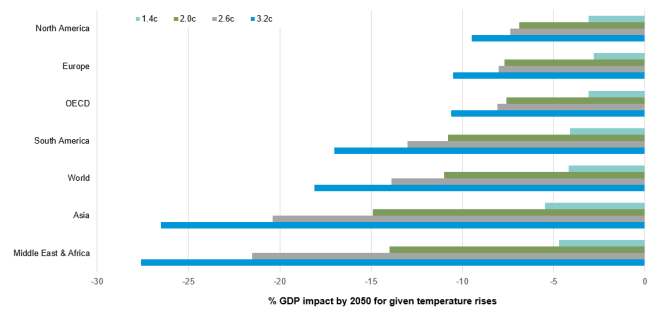
L'esercizio consueto è distinguere il rumore dai segnali e solo su questi ultimi prendere le decisioni di investimento. Un segnale forte è, ad esempio, la condizione di tassi bassi destinata a durare per un prolungato periodo di tempo. Le condizioni di mercato che si intersecano in questo crocevia della storia avranno conseguenze di lungo termine: si sta plasmando il nuovo mondo post-pandemia, il rallentamento della crescita, il cambiamento delle politiche monetarie, la "prosperità comune" cinese che coincide con un cambiamento radicale rispetto ai decenni scorsi.

L'ipotesi è quella di crescita modesta, nel lungo termine aversata dalla transizione energetica e dalla demografia, ostacolata nel breve periodo dalla terna delle varianti del coronavirus, dei timori dell'inflazione e del rischio di errori di policy dei banchieri centrali.

Il rendimento nella componente obbligazionaria va cercato altrove.

Per ridurre le ampiezze dei "drawdown" e la volatilità complessiva dei portafogli, gestori e pianificatori di soluzioni di investimento possono ricorrere a strategie alternative debolmente o per nulla correlate con le classi di attivo direzionali. La volatilità costituisce essa stessa una classe di attivo da maneggiare con sapienza; nella parte obbligazionaria la diversificazione può estendersi alle obbligazioni convertibili, alle cartolarizzazioni del mercato immobiliare, alle emissioni assicurative, a quelle ancorate all'inflazione e alle subordinate bancarie, particolarmente favorite dagli ingenti investimenti programmati nella transizione energetica.

Nel lungo termine continua ad avere senso, nonostante la volatilità e gli attuali venti contrari, l'esposizione ai mercati emergenti (ne parleremo nelle prossime settimane).



L'impatto sul Pil dell'incremento delle temperature nel 2050. Fonte: GAM Investments, Swiss Re Institute, The Economics of Climate Change, April 2021.

Probabilmente è arrivato il momento di ripensare l'antica e consolante nozione di "safe haven", i luoghi dell'investimento che offrono riparo al risparmio quando le cose si mettono al brutto. Nei mercati finanziari la possibilità di perdere il capitale investito, in parte, in buona parte o del tutto è concreta, il porto sicuro è l'investimento che mitiga, parzialmente o completamente, tale possibilità.

Ma se prima l'ormeggio in marina era pressoché gratuito, adesso si paga: in termini di rendimento nullo o negativo, di costo opportunità, di corrosione del valore reale da parte dell'inflazione.

La scelta di parcheggiare nei "porti sicuri" va quindi sempre attentamente ponderata, non vanno persi di vista i segnali e il lungo termine ai quali ancorare le scelte di portafoglio: perché è vero che i porti offrono riparo alle navi, ma le navi non sono costruite per rimanere ferme nei porti.

Ricordiamolo, quando pensiamo ai "porti sicuri" per i nostri investimenti finanziari.



Claude Monet (1840-1926), "Vista di un porto" (1871, collezione privata)

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.