INVESTIMENTO CUSTODITO

INSIGHT
THE INVESTMENT

AUTHOR

Gabriele Galletta
HEAD OF MARKET STRATEGIES
CHAIRMAN BOARD OF INVESTMENTS

Andrea Delle Foglie
COUNTRY MANAGER

Investire nella nuova epoca dei tassi a zero

EVOLVERSI PER NON SOCCOMBERE

T +090 - 54781

M info@investimentocustodito.com

W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

"The Intelligent Investor is one who sells to optimists and buys from pessimists"

Introduzione

Secondo molti autorevoli analisti (tra cui per ultimo Bridgewater), la sfida più importante che gli investitori sono chiamati ad affrontare oggi è confrontarsi con i tassi di interesse a zero degli strumenti obbligazionari.

È ormai una realtà che i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine siano pari o prossimi allo zero negli Stati Uniti e non solo.

Ci sono così tante implicazioni di questo fenomeno che ci vuole un po' di tempo per riconoscerle e assorbirle tutte. Le implicazioni sono così complesse che vanno oltre il semplice «non ottenere rendimenti» dai propri titoli e richiedono molto tempo per essere metabolizzate.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

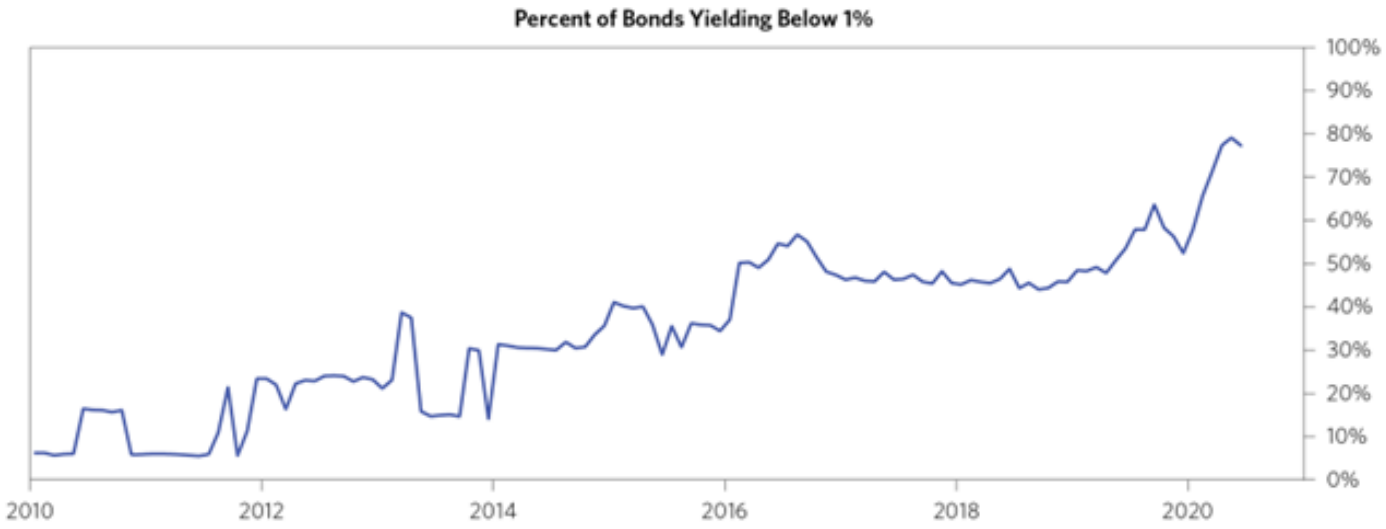
Questa è inoltre la prima volta che abbiamo insieme tassi bassi e una curva dei rendimenti piatta a lungo termine.

In altre occasioni storiche (2009 o 1933) con bassi tassi d'interesse, le curve dei rendimenti erano comunque positive a lungo termine, con un rendimento obbligazionario implicito su lunghe durate.

Dopo il rally delle obbligazioni di quest'anno, questo problema è diventato veramente globale. Circa l'80% della capitalizzazione di mercato del debito pubblico in valuta locale ha un rendimento inferiore all'1%.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP



Con margini limitati per quanto riguarda un'ulteriore discesa dei rendimenti e nessun limite al rialzo invece su quanto possano aumentare, la distribuzione dei rendimenti obbligazionari futuri potenziali è **distorta negativamente.**

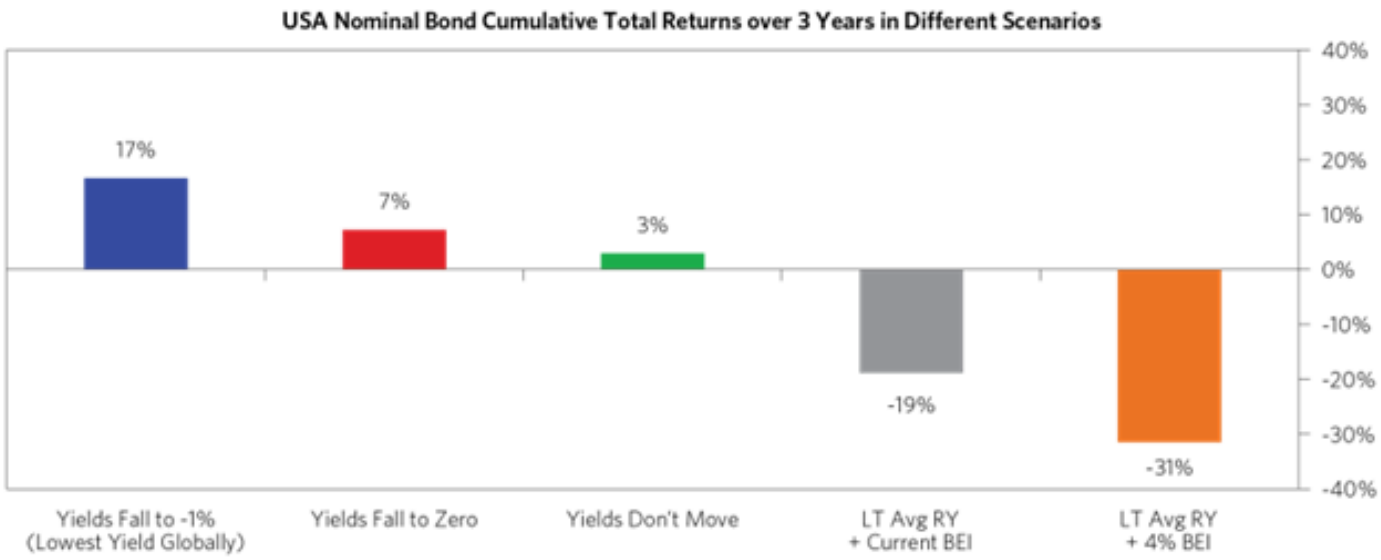
Naturalmente, effettuando una backward analysis, ci si è accorge della presenza di forze secolari sottostanti alla riduzione dei rendimenti: ergo, il modo in cui i rendimenti evolveranno in futuro dipenderà da come si svilupperanno le condizioni economiche, da come risponderanno i Policy Makers alla stessa evoluzione delle condizioni economiche e da come varieranno le preferenze degli investitori.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Ergo, ancora, nessuno può sapere se questo paradigma in cui stiamo vivendo oggi tra venti o trent'anni sarà ancora il paradigma rilevante.

Considerando l'intera gamma di potenziali risultati che si prospettano nei prossimi tre anni, un rally ulteriore delle obbligazioni "best case" al -1% di tasso nominale offerto **porterebbe i rendimenti obbligazionari a un totale del +17%**. Considerando invece la possibilità di vedere rendimenti reali tornare alla media di lungo periodo (poco più del 2%) e un moderato aumento dell'inflazione al 4%, ciò produrrebbe una perdita di circa il -30% nei prossimi tre anni.



T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Il mondo dei tassi a zero: i problemi

Una delle conseguenze più rilevante del crollo degli interessi è una sempre maggiore correlazione azioni / bond, situazione diametralmente opposta a quanto successo prima degli anni '80.

"Dal 2001 ad oggi si è verificato il più lungo periodo di correlazione positiva tra le due variabili: se i rendimenti decennali scendevano l'indice azionario americano scendeva e viceversa. Questa situazione è diametralmente opposta a ciò che è accaduto nei quasi quaranta anni precedenti"

Le parole riportate sono del Centro Studi Einaudi, che ha riportato interessanti studi sulla correlazione azioni/bond.

Da dove nasceva la correlazione negativa tra azioni e bond e perchè oggi questa è diventata improvvisamente positiva?

La mancanza di interessi sulle obbligazioni a lungo termine ha fatto si che le stesse obbligazioni non riescano più ad assolvere alla loro funzione di «contraltare» alle azioni in un portafoglio d'investimento: quando esse davano ancora importanti interessi,

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

le loro cedole permettevano agli investitori di respirare in periodi di crisi.

Il loro prezzo, per questo motivo, tendeva addirittura a crescere durante una crisi, soprattutto per le obbligazioni governative, e il portafoglio sopportava bene i cali vistosi dell'azionario.

Questa condizione è morta con l'avvento della **Zero Interest Rate Policy (ZIRP),** che in alcuni casi è diventata addirittura NIRP (Negative Interest Rate Policy): non a caso oggi le obbligazioni sono sempre più correlate con le azioni (vedi tabella sotto, Fonte: Centro Studi Einaudi) e non è un caso che le perdite su un portafoglio obbligazionario sfiorino le perdite di un portafoglio azionario. Il rischio percepito sulle obbligazioni, non pagando interessi, oggi è molto più alto.

Periodo	correlazione	rend.10Y medio	minimo	massimo
2001-2018	0.60	3.4%	1.5%	5.4%
1962-2001	-0.40	7.5%	3.8%	15.3%
1955-1961	0.47	3.6%	2.6%	4.7%
1871-1954	-0.16	3.5%	2.0%	5.6%
1871-2018	-0.09	4.6%	1.5%	15.3%

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Altra conseguenza rilevante e molto pericolosa è che i rendimenti nominali a zero creano anche un *linkage* unico tra i rendimenti reali e l'inflazione. Poiché esiste un arbitraggio **tra il tasso di inflazione di pareggio e l'inflazione effettiva**, una flessione deflazionistica che spinga al ribasso l'inflazione di pareggio è più rischiosa perché la combinazione **spinge i rendimenti reali verso l'alto quando l'economia si contrae** (perché il rendimento reale più l'inflazione di pareggio devono essere uguali al rendimento nominale, e il rendimento nominale è relativamente stabile).

La conseguenza principale è che si ha un ha un tasso di sconto più elevato sui flussi di cassa al diminuire dei flussi di cassa stessi.

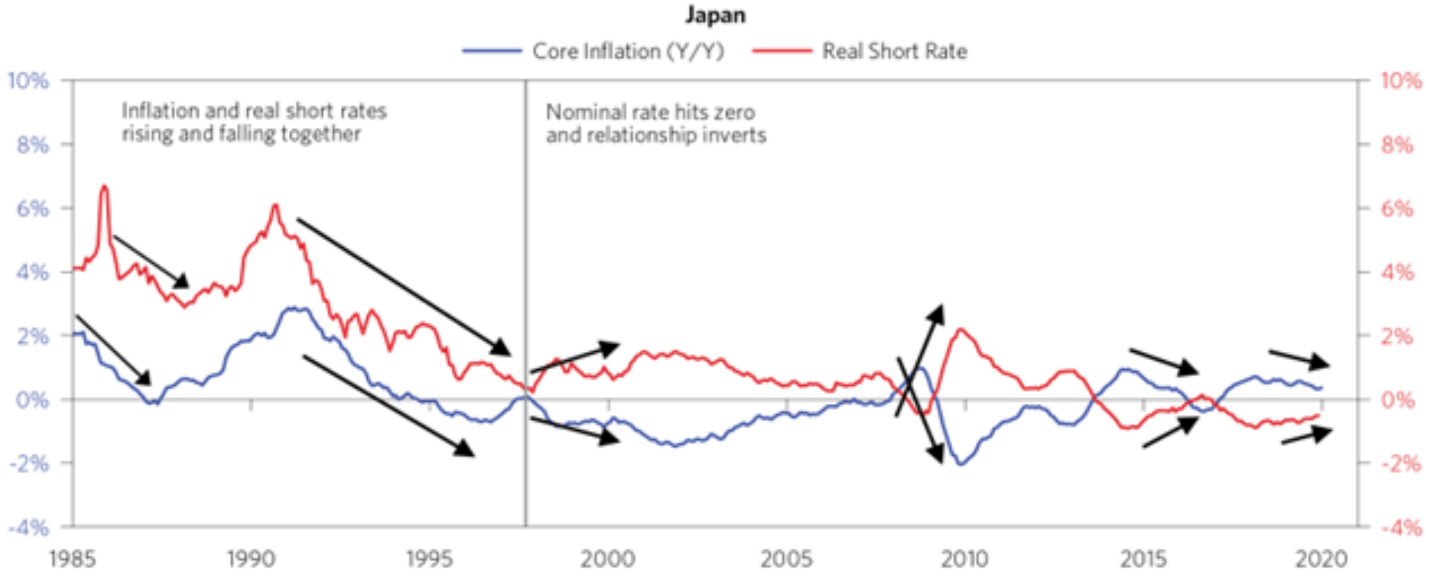
D'altra parte, se la reflazione effettivamente si verificherà, le banche centrali probabilmente ritarderanno l'aumento dei rendimenti nominali rispetto all'inflazione, costringendo i rendimenti reali a scendere.

Di conseguenza, una reflazione può portare i rendimenti reali molto più in basso di quello che immaginiamo

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Come mostrato di seguito, il Giappone ha sperimentato queste dinamiche sin dagli anni '90. **Prima che i tassi raggiungessero la Zero Lower Bound,** il limite inferiore a zero (epoca contrassegnata di seguito da una linea verticale grigia), inflazione e tassi a breve hanno seguito variazioni molto simili, mentre la tendenza si è invertita quando i tassi hanno raggiunto la soglia dei zero punti base.

Il calo dell'inflazione, quando i tassi sono già a zero, **spinge i rendimenti reali più in alto**, producendo una stretta all'economia sempre maggiore



T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Un ultima considerazione va fatta circa il tasso di interesse free risk che oggi vige sul mercato, in questa condizione: dato lo stato del dollaro USA come valuta di riserva primaria e delle obbligazioni statunitensi come "**asset privo di rischio**", avere il rendimento delle obbligazioni statunitensi pari o vicino a zero va oltre le implicazioni che ci siamo detti finora, poichè il tasso di interesse non è solo il prezzo del credito (nelle operazioni di capitalizzazione), ma è anche il tasso di sconto dei flussi di cassa nelle operazioni inverse di attualizzazione.

Questo comporta la situazione paradossale di avere tassi di sconto praticamente nulli o addirittura negativi, da cui deriva la conseguenza che ha più valore una somma di denaro ricevuta oggi che capitalizzata nel futuro.

Le distorsioni sull'attuale sistema economico diventano molto rilevanti.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Come investire nel mondo ZIRP

In termini di costruzione di un'allocazione patrimoniale strategica equilibrata, è abbastanza ovvio che con tassi di interesse prossimi allo zero e mantenuti tali dalle banche centrali, le obbligazioni non possono fornire né rendimenti né riduzione del rischio.

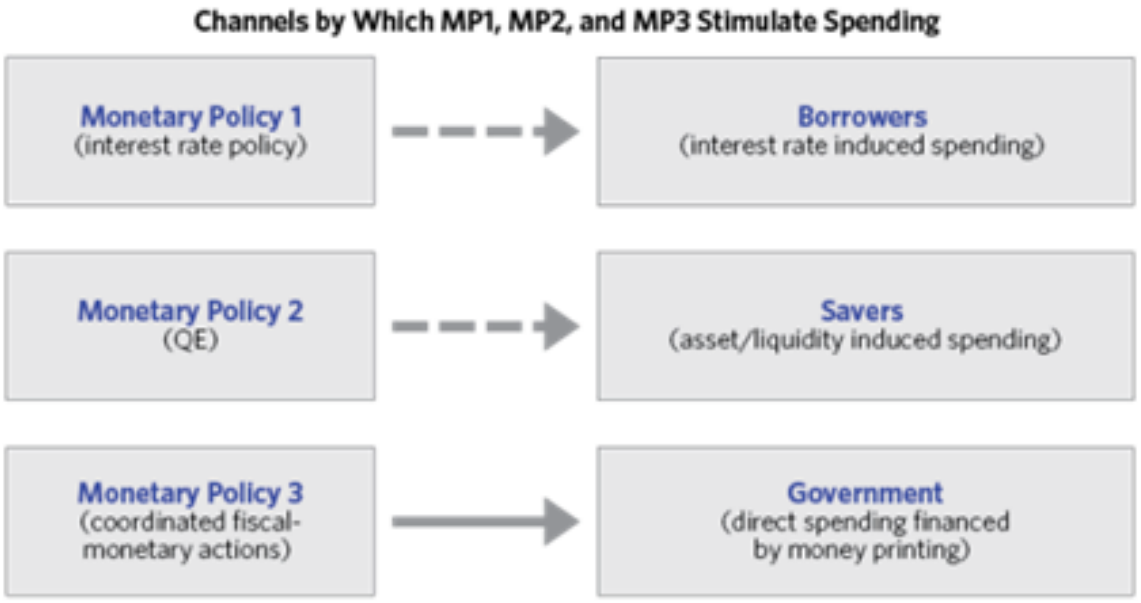
È anche vero che i Policy Makers sono stati «obbligati» ad andare avanti su questa strada per affrontare le recessioni.

Andando oltre nelle azioni di politica monetaria, oltre anche il semplice taglio dei tassi di interesse, **la politica monetaria si è spostata su quello che noi chiamiamo MP3**, ovvero la strategia di coordinamento della politica monetaria con la **politica governativa fiscale.**

Comprendere la natura dello status MP3 e il modo in cui influenzerà le diverse classi di asset ci consente di bilanciare logicamente gli assets in portafoglio per un mondo simile.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP



Sebbene la perdita di obbligazioni nominali come fonte di rendimento e diversificazione sia un grosso problema per la maggior parte delle allocazioni di asset, il nostro approccio equilibrato non ha mai riguardato una particolare asset allocation, né è mai stato dipendente da una particolare asset class. Piuttosto, **è un approccio per ottenere il massimo rendimento possibile dalle condizioni di mercato che verranno**: i tassi di interesse prossimi allo zero cambiano il menu di scelte che si hanno a disposizione, ma non cambia i principi del prezzo e dell'equilibrio degli asset.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

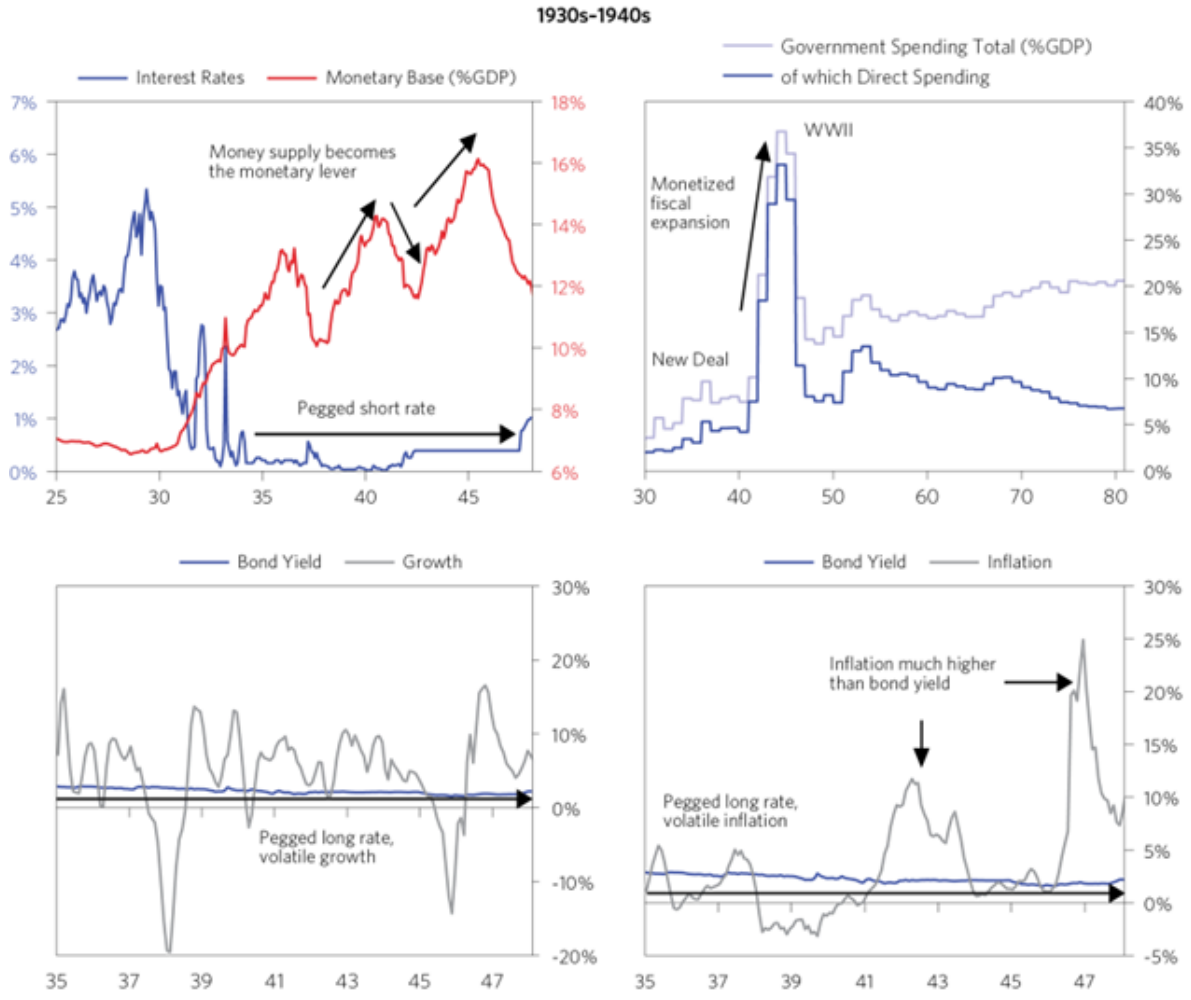
La politica statunitense durante gli anni '40-45, al tempo della seconda guerra mondiale, aiuta a illustrare la meccanica di una fase che abbiamo definito MP3:

- rendimenti ancorati verso il basso;
- reflation attraverso la stampa di denaro e politiche fiscale espansive;
- inflazione molto superiore ai rendimenti obbligazionari.

Siamo ancora all'inizio dell'era MP3, con molte domande aperte su quale forma assumerà, ma la curva dei rendimenti sviluppatasi negli anni '40 negli Stati Uniti è un buon caso di studio su come possa evolversi tale ambiente. Il periodo selezionato ha parallelismi piuttosto sorprendenti con le circostanze attuali: la fine di un ciclo del debito a lungo termine, una stretta ciclica relativamente modesta che porta a un grande declino economico, la necessità di una nuova forma di politica per finanziare una massiccia espansione fiscale una volta esauriti i tassi di interesse e il QE. Come poi accaduto nel meeting (in streaming) di Jackson Hole dello scorso 27 agosto, la FED ha effettivamente spostato molto più in avanti i suoi obiettivi di Politica Monetaria, adottando non più un obiettivo fisso di inflation targeting, ma un ***average inflation targeting,*** per il quale a fronte di periodi con inflazione più bassa del 2%, potranno coesistere periodi con inflazione più alta del 2%.

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

All'indomani della Grande Depressione, gli Stati Uniti fissarono i rendimenti a livelli bassi e stamparono quantità significative di denaro per finanziare il crescente deficit fiscale in tempo di guerra. **I tassi d'interesse non sono aumentati con l'aumento della crescita e dell'inflazione** (come accade oggi), il che significa che le obbligazioni, come oggi, non avrebbero fornito alcun vantaggio di diversificazione. Piuttosto, la Fed ha ampliato e contratto la base monetaria per gestire il ciclo, con una forte tendenza al rialzo per finanziare il deficit.



T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

La domanda quindi diventa cosa può fornire equilibrio e bilanciamento ai nostri portafogli in un mondo MP3, se le obbligazioni hanno perso questo importante ruolo: in un mondo MP3, in caso di recessione, le banche centrali e le autorità fiscali cercheranno di affrontare la crisi stampando moneta, come già avvenuto in risposta allo shock pandemico. **Questi periodi di espansione monetaria possono essere positivi, come lo sono stati, per le azioni in generale** (e anche per i bond stessi, se ci sarà spazio per futuri rally), se l'attività dei policy makers si traduce in una ripresa delle condizioni economiche (chiamiamola "***reflazione di successo***").

Ma una conseguenza alle risposte alla crisi dei policy makers potrebbe anche essere la **stagflazione** - crescita debole e inflazione più elevata - nel caso in cui le condizioni economiche rinarrano deboli e il denaro stampato si tradurrà in un'inflazione più elevata.

In un mondo MP3, questi sono gli scenari chiave da bilanciare: reflazione di successo contro stagflazione. In unno scenario stag-flattivo, le azioni tendono a sottoperformare le altre asset class, ma **le attività di copertura dell'inflazione come le obbligazioni indicizzate e l'oro tenderann a sovraperformare.**

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

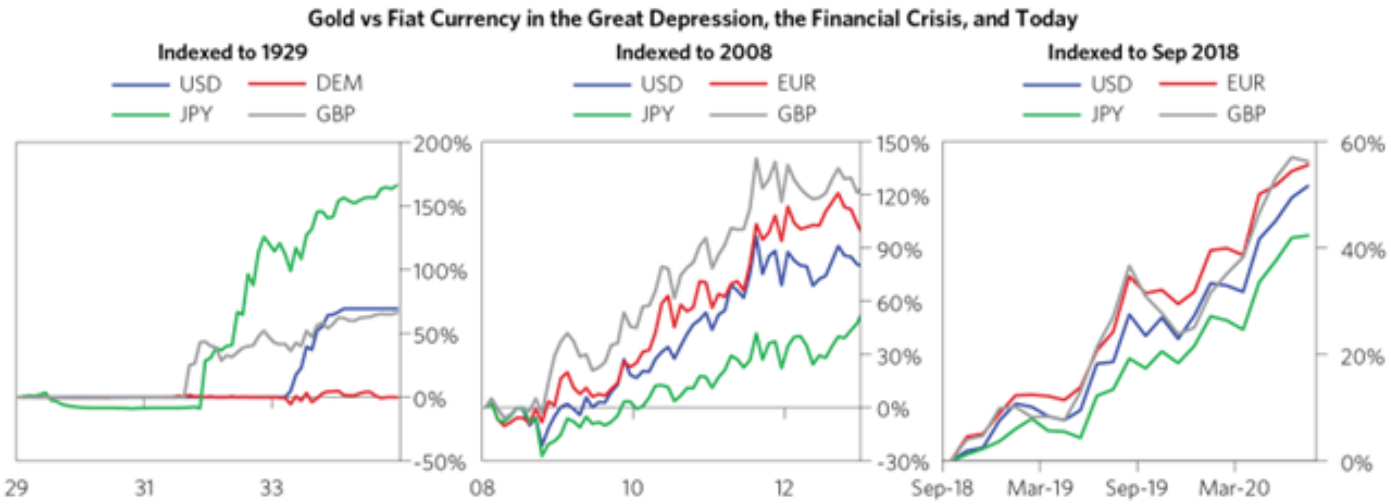
Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Da queste analisi ne deriva che un portafoglio ben bilanciato, in questa fase, debba contenere, oltre all'immancabile componente azionaria, anche oro e obbligazioni indicizzati all'inflazione, per performare bene in quelle che sono i due scenari economici più probabili in un ambiente MP3.

Relativamente all'oro, tendiamo a pensare al metallo giallo come ad una ***controvaluta*** e riserva di ricchezza il cui **valore tende ad aumentare quando le valute legali vengono svalutate** (cioè, inflazione monetaria). Man mano che le banche centrali continuano a stampare denaro e, di conseguenza, il valore del contante, a causa di un eccesso di offerta. diminuisce, gli investitori cercano altrove un deposito per la loro ricchezza e **l'oro ha sempre svolto questo ruolo,** grazie alla sua quantità limitata e all'impossibilità di crearne "dal nulla" nuove riserve. Come esempi di questa dinamica, di seguito mostriamo la performance dell'oro rispetto alle valute legali nella Grande Depressione, nella crisi finanziaria e negli ultimi anni. In questi periodi di politica stimolante / reflazionistica, l'**oro ha ottenuto buoni risultati contro tutte le valute legali** (e piatto contro il Reichsmark, che era ancorato all'oro stesso).

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP



Back Testing di queste conclusioni

Per illustrare il ruolo di bilanciamento di portafoglio che le obbligazioni indicizzate e l'oro possono svolgere, consideriamo una serie di scenari ampiamente indicativi dei percorsi che il mondo potrebbe plausibilmente intraprendere date le varie condizioni al contorno, partendo da un estremo (spirale inflazionistica) andando verso quello opposto (depressione deflazionistica). La nostra prospettiva di investitori, come si sa, **non è prevedere quale scenario sia più probabile e scommettere su di esso, ma piuttosto garantire risultati soddisfacenti nel maggior numero di scenari possibili**

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Local Asset and Portfolio Excess Returns at 10% Volatility (Ann)

		Growth vs Exp	Inflation vs Exp	Equities	Bonds	IL Bonds	Gold	60/40 Portfolio	Balanced Portfolio w/o Nom Bonds
Stagflation	UK 1970-1979	↓	↑	1.4%	-0.3%	14.5%	12.6%	1.3%	14.6%
	US 1971-1979	↓	↑	0.0%	-2.3%	7.2%	15.4%	-0.5%	10.5%
Successful Reflation	US 1940-1951	↑	↑	6.9%	5.0%	12.7%	0.3%	7.7%	11.5%
	UK 1947-1959	↑	↑	6.2%	0.1%	4.7%	-0.4%	6.1%	6.7%
	US 2008-2012	↑	↑	4.0%	11.7%	17.6%	9.7%	6.8%	15.9%
	UK 2008-2012	↑	↑	3.8%	12.9%	13.4%	11.5%	6.5%	15.1%
Insufficient Stimulation	US 1936-1939	↓	↓	0.7%	8.7%	7.1%	-0.1%	2.7%	4.2%
	EU 2008-2012	↓	↓	-1.1%	7.7%	11.0%	11.7%	0.5%	8.5%
	JP 2008-2012	↓	↓	-2.1%	7.2%	10.2%	5.0%	-1.4%	3.8%
	JP 1994-2003	↓	↓	-1.4%	8.7%	7.9%	-0.1%	-0.6%	1.8%
Deflationary Depression	US 1929-1933	↓	↓	-18.4%	6.0%	-15.6%	-0.9%	-16.3%	-19.9%
	Avg. Return			0.0%	5.9%	8.2%	5.9%	1.2%	6.6%
	Avg. Worst Drawdown			-29.4%	-17.9%	-18.3%	-14.9%	-28.6%	-22.2%

Se si guarda alla performance degli asset in questi scenari è evidente che un mix di obbligazioni indicizzate e oro tende a performare in modo soddisfacente quando invece le azioni non lo fanno, ergo in periodi di **stagflazione** (i primi due casi), o quando c'è troppo poco stimolo dei policy makers rispetto a quanto invece richiesto (gruppo inferiore di quattro casi), e fintanto che ciò si traduce **in una recessione ma non in una vera e propria depressione:** anche in questo caso, oro e obbligazioni indicizzate forniscono una copertura generale

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

In una vera e propria depressione deflazionistica, solo le obbligazioni nominali hanno il potenziale per fare bene, sebbene, dati gli attuali livelli di tassi di interesse, il loro rialzo sarebbe oggi molto limitato. I dati relativi alle performance del portafoglio 60/40 e del portafoglio invece bilanciato mostrano come questa scelta abbia premiato l'investitore in quasi tutti i mondi economici conosciuti.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Principi guida di investimento

Dalle analisi precedentemente volte, possiamo trarre delle conclusioni relativamente alle nostre strategia di investimento e alle modifiche apportate alle stesse.

In primo luogo, ci stiamo muovendo verso alternative alle obbligazioni nominali che riteniamo possano bilanciare il rischio azionario in un mondo MP3. In un mondo MP3, i responsabili politici risponderanno alla crisi attraverso una politica monetaria e fiscale coordinata. Se, come abbiamo visto, questa azione coordinata non ci porterà verso una maggiore reflazione, con effetti positivi sui corsi azionari, ci aspettiamo che questo denaro stampato in eccesso finisca in attività di copertura contro l'inflazione come le obbligazioni indicizzate all'inflazione e l'oro.

Quindi, mentre continuiamo a detenere obbligazioni nominali nei mercati in cui esiste spazio potenziale per un ulteriore rally obbligazionario (Cina ed emergenti), stiamo utilizzando sempre più queste attività di copertura dall'inflazione per ottenere un equilibrio di portafoglio più efficiente.

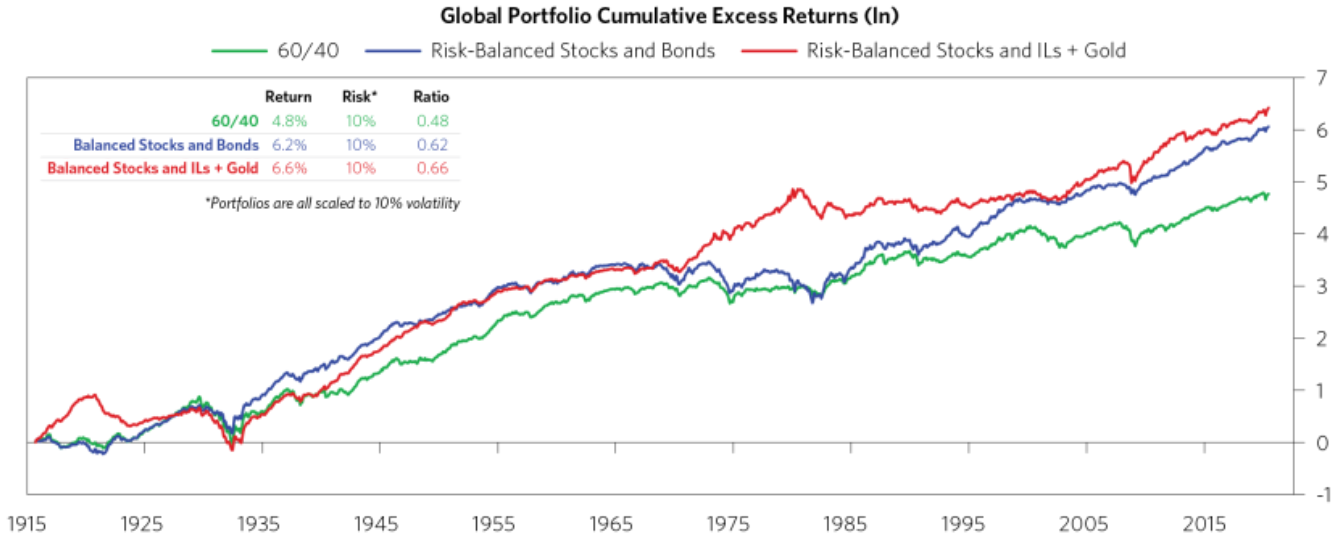
Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

In secondo luogo, stiamo rafforzando la nostra diversificazione azionaria geografica. Il prezzo di qualsiasi attività di qualsiasi tipo può essere pensato come un flusso di flussi di cassa futuri scontati da un tasso che include il tasso di sconto privo di rischio (il rendimento atteso della liquidità) e un premio per il rischio. In un mondo in cui i tassi di sconto privi di rischio sono relativamente stabili, **la diversificazione dei premi di rischio e dei flussi di cassa stessi assume un'importanza sempre maggiore.**

Con l'apertura dei mercati in Cina (e la loro espansione) e nel blocco asiatico circostante, si è reso disponibile un terzo polo di importanza globale paragonabile a Stati Uniti ed Europa come fonte di diversificazione. **Da tempo si parla di un mondo sempre più "tripolare", con un'importanza globale paragonabile tra Stati Uniti, Europa e Cina** e quindi meritevoli di un peso molto più simile nei portafogli di quello che hanno avuto normalmente. Ogni polo ha un ruolo distinto: l'Europa è il più grande esportatore di capitali, gli Stati Uniti rimangono la valuta di riserva primaria e quindi la fonte primaria di finanziamento e la Cina contribuisce maggiormente alla crescita globale.

La diversificazione geografica sarà probabilmente più incisiva e più necessaria in futuro rispetto agli ultimi decenni, dato il

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP



potenziale di de-globalizzazione e una maggiore frammentazione a cui stiamo andando incontro. Insieme a un migliore equilibrio delle attività in una fase economica MP3, attraverso attività come l'oro e le obbligazioni indicizzate all'inflazione, riteniamo che **massimizzare i vantaggi della diversificazione globale (non solo azionaria, ma anche obbligazionaria, soprattutto nel compartoc cinese) sarà un elemento critico della gestione dei nostri investimenti,** se non il nuovo paradigma: sono questi due passi importanti che stiamo compiendo.

In terzo luogo, stiamo esplorando nuovi modi per strutturare un'allocazione azionaria più efficiente in grado di ridurre la necessità di bilanciare le attività tra di loro: in questo caso, la migliore strada pare essere sempre quella di detenere fondi indicizzati su mercati scelti, riducendo (ma non eliminando) la necessità di detenere portafogli diversificati al loro interno.

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

INVESTIMENTO CUSTODITO

Rankings of Equity Excess Returns (Hedged) by Decade

2010s		2000s		1990s		1980s		1970s		1960s	
USA	235%	CHN	76%	CHE	231%	SWE	503%	KOR	456%	ESP	312%
NZL	209%	NOR	48%	USA	217%	KOR*	354%	JPN	66%	AUS	148%
SWE	198%	BRZ	45%	SWE*	190%	JPN	310%	CAN	30%	Equal Weight	75%
CHE	140%	CAN	42%	FRA	117%	ESP	188%	Equal Weight	10%	JPN	74%
DEU	139%	AUS	36%	GBR	110%	Equal Weight	185%	GBR	8%	CAN	71%
FRA	137%	KOR	22%	ESP	96%	DEU	179%	CHE	-5%	USA	41%
JPN	135%	ESP	17%	DEU	92%	GBR	173%	AUS	-12%	SWE	31%
GBR	105%	Equal Weight	6%	AUS	59%	ITA	169%	USA	-17%	GBR	28%
TAI	98%	NZL	-3%	Equal Weight	53%	FRA	158%	FRA	-20%	DEU*	21%
Equal Weight	97%	CHE*	-4%	CAN	52%	CHE	96%	SWE	-22%	ITA	-1%
NOR	95%	SWE	-13%	ITA	40%	USA	96%	DEU	-31%	FRA	-6%
CAN	70%	TAI	-23%	NOR	2%	AUS	39%	ESP*	-69%		
RUS	61%	GBR	-23%	NZL	-6%	NOR	23%	ITA	-74%		
AUS	61%	USA	-27%	JPN	-47%	CAN	-4%				
ITA	48%	FRA	-32%	TAI	-49%						
KOR	33%	ITA	-35%	KOR	-66%						
ESP	23%	DEU	-36%								
CHN*	10%	JPN	-41%								
BRZ	-13%										
Avg Correl	64%		74%		50%		46%		38%		26%
Best-Worst	247%		117%		296%		507%		530%		319%

1950s		1940s		1930s		1920s		1910s		1900s	
DEU	739%	ESP	140%	GBR	6%	Equal Weight	249%	USA*	10%	USA	83%
JPN	662%	Equal Weight	138%	DEU	2%	DEU	178%	FRA	-35%	Equal Weight	9%
ITA	484%	AUS	132%	CAN	-9%	USA*	170%	GBR	-44%	FRA	9%
FRA	484%	USA	122%	Equal Weight*	-10%	CAN	134%	Equal Weight	-54%	DEU	9%
Equal Weight	384%	GBR*	117%	USA	-12%	GBR	87%	DEU	-92%	RUS	-7%
USA	376%	CAN	115%	SWE	-22%	ESP	72%	RUS	-100%	GBR	-34%
AUS	277%	SWE	100%	FRA	-54%	FRA	41%				
GBR	270%	FRA	-19%	ESP	-61%	SWE	24%				
SWE	240%	DEU	-35%								
CAN	222%										
ESP*	98%										
Avg Correl	20%		17%		37%		26%		3%		19%
Best-Worst	641%		176%		68%		225%		110%		116%

*Previous decade's top-performing economy

T +090 - 54781
M info@investimentocustodito.com
W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.
Sede Legale: Via Francesco D'Ovidio, 6 - 00185, Roma | Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 - 20124 Milano e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 | Iscritta a NAFOP

Investire nella nuova epoca dei tassi a zero

FOR PROFESSIONAL CLIENTS AND QUALIFIED INVESTORS ONLY.
NOT TO BE REPRODUCED WITHOUT PRIOR WRITTEN APPROVAL.
PLEASE REFER TO ALL RISK DISCLOSURES AT THE BACK OF THIS DOCUMENT

GLOBAL BRANDS

Investimento Custodito SCF
6, Via Francesco d'Ovidio
Roma, 00815

INVESTMENT COMPANY

+090 - 54781
info@investimentocustodito.com
www.investimentocustodito.com

Source: Global S&P
Source: Bridgewater Associates LP

This document is a financial promotion and is not investment advice. Unless otherwise attributed the views and opinions expressed are those of Insight Investment at the time of publication and are subject to change. This document is only directed at investors resident in jurisdictions where our funds are registered. It is not an offer or invitation to persons outside of those jurisdictions. Insight Investment reserves the right to reject any applications from outside of such jurisdictions. Insight does not provide tax or legal advice to its clients and all investors are strongly urged to seek professional advice regarding any potential strategy or investment. Issued by Insight Investment Funds Management Limited.

© 2020_ Investimento Custodito. All rights reserved.

14827-12-19