

Allianz Research

# La diversificazione è superata?

5 SETTEMBRE

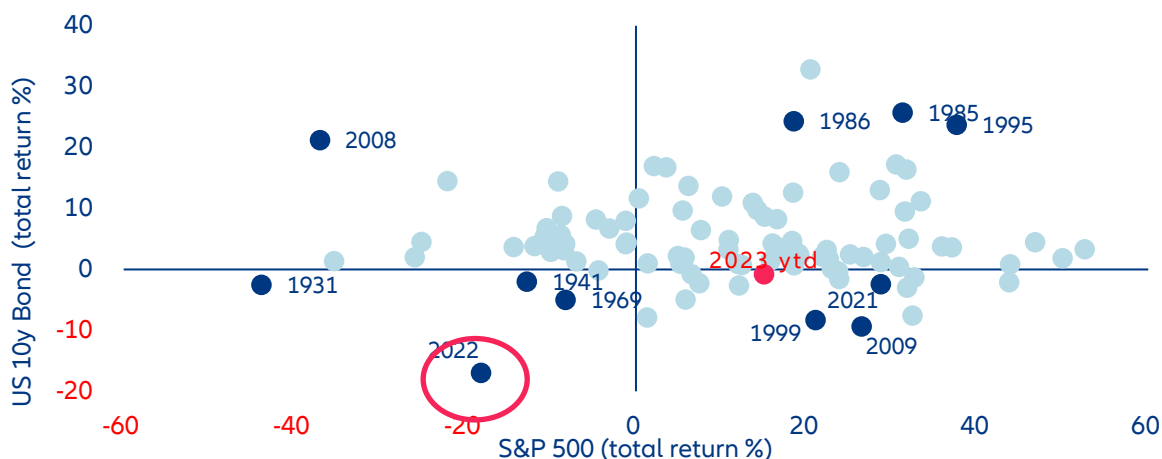
Jordi Basco Carrera, Pablo Espinosa Uriel

- **60/40: non è finita finché non è finita.** Il 2022 ha ribaltato il copione della tradizionale ripartizione 60/40 dei portafogli: le dinamiche dell'inflazione e della crescita hanno trasformato la correlazione tradizionalmente negativa tra azioni e obbligazioni in una correlazione positiva. Ma non ci aspettiamo che ciò duri: Con i livelli di inflazione che probabilmente si stabilizzeranno nel medio periodo, le aspettative di inflazione che rimangono ancorate alla forte credibilità delle banche centrali e gli shock economici che dovrebbero rimanere guidati dalla domanda, le correlazioni tra azioni e obbligazioni dovrebbero tornare in territorio negativo, promettendo effetti di diversificazione positivi.
- **Al di là delle azioni e delle obbligazioni, anche gli asset privati offrono un vantaggio di diversificazione grazie all'impegno di capitale a lungo termine,** ma solo se detenuti fino alla scadenza. In definitiva, sono esposti a dinamiche economiche fondamentali simili a quelle delle loro controparti negoziate.
- **La diversificazione internazionale aiuta,** soprattutto in un mondo caratterizzato da crescente divergenza, frammentazione e protezionismo. Ma non è sufficiente per isolare i portafogli da eventi di coda estremi dell'1%, soprattutto quando le flessioni sono globali.
- **Anche la diversificazione settoriale è fondamentale,** considerato l'aumento del rischio di concentrazione settoriale della maggior parte dei mercati azionari e societari. Una buona suddivisione settoriale è un utile strumento di protezione dai ribassi, anche se non è in grado di aumentare il rendimento..

## 60/40: Non è finita finché non è finita

Dagli anni Cinquanta, le azioni hanno guidato i rendimenti degli investimenti, mentre i titoli di Stato hanno fornito una protezione dai ribassi: Gli investitori erano disposti a sacrificare i potenziali guadagni per limitare il rischio di ribasso nel caso in cui i mercati avessero preso una piega sbagliata. Ma l'inizio del secolo ha portato un cambiamento significativo: Le obbligazioni hanno iniziato a produrre rendimenti positivi quando i mercati azionari registravano performance negative. Questa nuova correlazione negativa ha intensificato l'effetto di diversificazione, rafforzando la tradizionale ripartizione 60/40 del portafoglio: 60% degli investimenti in azioni e 40% in obbligazioni per tenere sotto controllo le perdite. Poi il 2022 ha ribaltato il copione. La correlazione tra azioni e obbligazioni è improvvisamente tornata in territorio positivo, cogliendo molti investitori in contropiede (Figura 1).

Figura 1: Rendimento totale delle azioni statunitensi rispetto ai titoli di Stato a 10 anni (%)

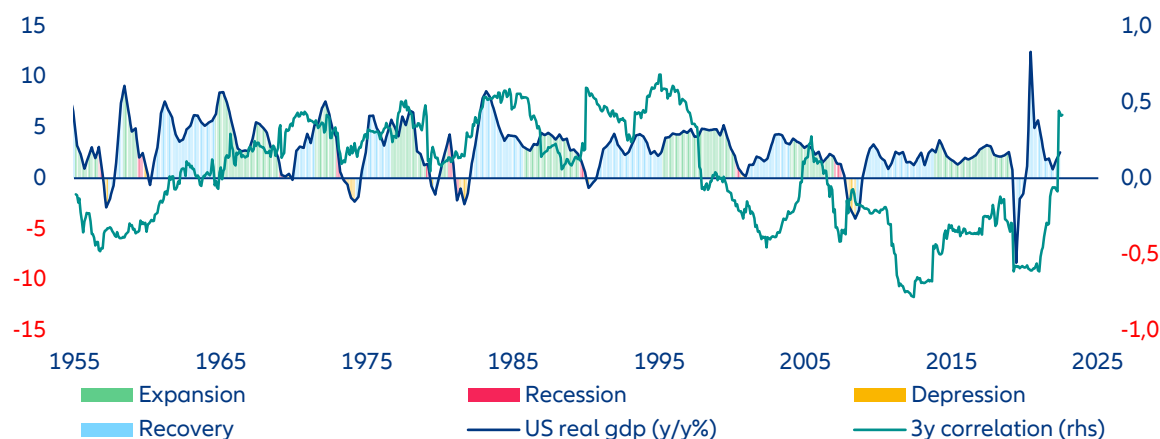


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Perché il portafoglio 60/40 si è rotto? Una spiegazione potrebbe risiedere nelle fasi del ciclo economico. Nelle Figure 2 e 3, allineiamo un modello di ciclo economico a quattro fasi con i picchi e i minimi dei cicli economici datati dal National Bureau of Economic Research (NBER) statunitense. L'approssimazione suggerisce che l'effetto di diversificazione positivo derivante dalla correlazione negativa tra rendimenti azionari e obbligazionari tende a manifestarsi durante le contrazioni economiche. In questi periodi, le banche centrali abbassano i tassi di interesse, provocando uno spostamento verso il basso della curva dei rendimenti e un calo dei mercati azionari. Il problema principale di questo approccio è che non riesce a spiegare il 2022, un anno di correlazioni positive e di assenza di diversificazione. A titolo di riferimento, solo l'approccio basato sulla datazione del ciclo economico suggerisce che gli Stati Uniti si trovano attualmente in una fase di ripresa/espansione, ponendo le basi per rendimenti positivi su tutta la linea.

Inoltre, questo modello non rivela molto sui fattori che guidano la dinamica delle correlazioni, e addirittura non coglie i cambiamenti delle correlazioni da positive a negative o viceversa (come si è visto nel 2022). Inoltre, presuppone che i cicli economici e aziendali rimangano comparabili nel tempo, indipendentemente dalle forze economiche sottostanti in gioco o dal fatto che una recessione emerga da fattori interni o esterni..

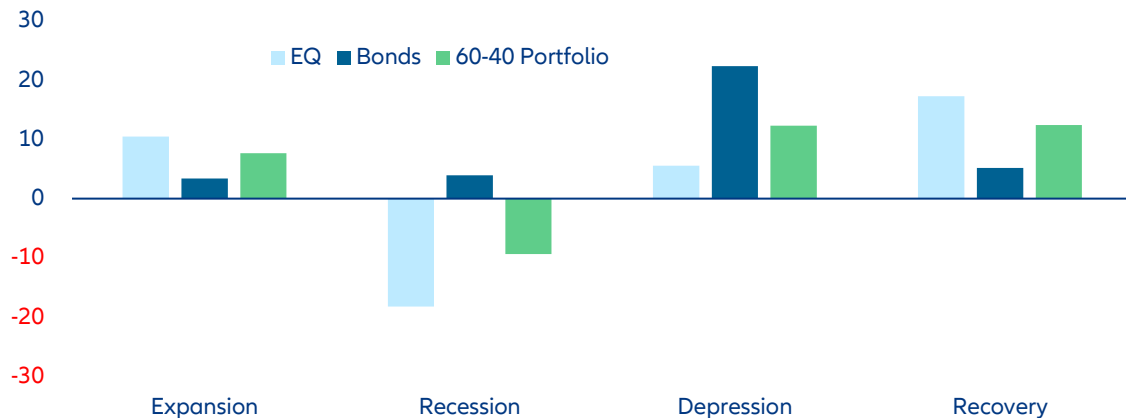
Figura 2: Suddivisione del ciclo economico per il PIL reale e correlazione a 3 anni in base alla datazione del ciclo economico NBER



Fonti: NBER, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nota: i punti di svolta di espansione-ripresa e recessione-depressione sono definiti come il punto intermedio tra il picco e la caduta e viceversa..

Figura 3: Rendimenti totali annualizzati in diversi regimi di ciclo economico (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Note: Bonds refers to long-term US treasuries

Per un approccio più sfumato, possiamo utilizzare un modello di Markov nascosto (HMM) più dettagliato, che prevede sei fasi distinte all'interno del ciclo economico (Tabella 1):

- **Crescita inflazionata:** La crescita del PIL, dell'inflazione e della produzione industriale ha un andamento positivo e superiore al trend; la disoccupazione diminuisce; la Fed aumenta i tassi di interesse.
- **Crescita deflazionata:** La crescita del PIL e della produzione industriale è positiva e superiore al trend; l'inflazione è positiva ma attenuata; la disoccupazione diminuisce; la Fed non si muove.
- **Crescita debole:** La crescita del PIL, dell'inflazione e della produzione industriale rimane positiva ma inferiore al trend; la disoccupazione diminuisce; la Fed non si muove.
- **Stagflazione:** La crescita del PIL e della produzione industriale è leggermente inferiore al trend; l'inflazione è molto superiore al trend; la disoccupazione aumenta; la Fed aumenta aggressivamente i tassi di interesse.
- **Recessione:** La crescita del PIL e della produzione industriale è fortemente inferiore al trend; l'inflazione è al livello del trend; la disoccupazione aumenta; la Fed taglia aggressivamente i tassi di interesse.
- **Crisi:** PIL, inflazione e produzione industriale sono ben al di sotto del trend; la disoccupazione è in forte aumento; la Fed taglia aggressivamente i tassi di interesse..

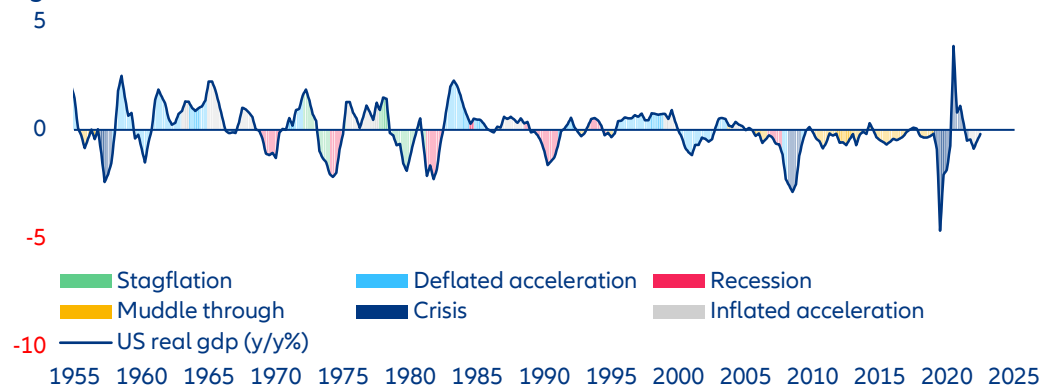
Questa metodologia produce risultati interessanti, tra cui spicca la biforcazione delle recessioni economiche in due categorie distinte: recessioni e crisi. Questa differenziazione è in linea con la nostra comprensione intuitiva e riflette l'evoluzione nel tempo della gravità e delle dinamiche economiche sottostanti ai paesaggi economici con performance negative. Inoltre, questo approccio introduce lo scenario della "stagflazione", storicamente poco frequente ma significativo, che negli ultimi due anni ha attirato l'attenzione degli esperti economici e di mercato come rischio potenziale. In questo quadro, l'economia statunitense sembra trovarsi nella fase di "crescita gonfiata", che storicamente ha mostrato una correlazione positiva di medio periodo tra azioni e obbligazioni (Figura 4 & 5).

Tabella 1: Fasi del ciclo economico basate sul modello HMM (Z-scores)

	Real GDP	CPI	Industrial Production	Unemployment	Fed Funds
Inflated growth	0.6	0.2	0.5	-0.4	0.6
Deflated growth	0.4	-0.5	0.4	-0.1	-0.3
Muddle through	-0.3	-0.5	-0.2	-0.4	0.1
Stagflation	-0.1	2.2	-0.1	0.2	1.1
Recession	-0.5	0.3	-0.5	0.4	-0.7
Crisis	-1.1	-0.2	-1.2	0.9	-0.5

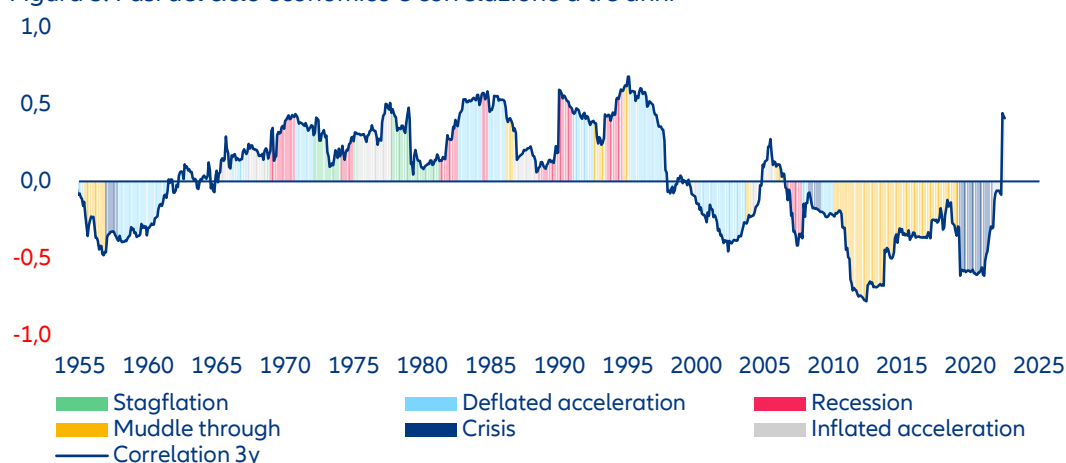
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 4: Fasi del ciclo economico basate sul modello HMM



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 5: Fasi del ciclo economico e correlazione a tre anni



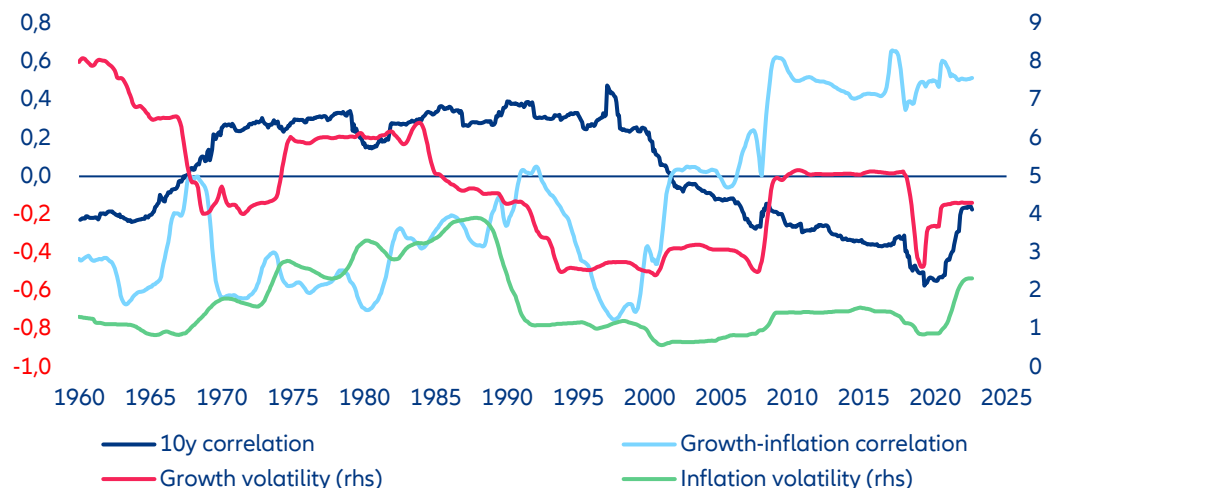
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Successivamente, scomponiamo le correlazioni di lungo periodo utilizzando le dinamiche di crescita e inflazione<sup>1</sup> (*basato sulla pubblicazione di AQR "A changing Stock-Bond Correlation"*) per verificare se i cambiamenti nell'interazione tra questi due indicatori economicamente rilevanti abbiano avuto a che fare con la variazione dell'efficacia della diversificazione. La scelta delle variabili si basa sul fatto che l'accelerazione della crescita tende a stimolare i prezzi delle azioni aumentando le aspettative sui flussi di cassa futuri. Tuttavia, è probabile che questa spinta al rialzo inneschi anche un calo dei prezzi delle obbligazioni a causa dell'aumento delle aspettative sui tassi a breve termine, influenzate dalle azioni previste dalle banche centrali e dal probabile aumento dei tassi di interesse reali. Di conseguenza, l'impatto della crescita sulle azioni e sulle obbligazioni dovrebbe muoversi in direzioni opposte (in termini di prezzo).

Nel frattempo, i dati positivi sull'inflazione tendono a ridurre i flussi di cassa nominali per le obbligazioni e ad aumentare le aspettative sui tassi di interesse a breve termine, determinando così un calo dei prezzi. Per le azioni, invece, la giuria non è ancora pronta, poiché i modelli storici variano. Ne consegue che le azioni e le obbligazioni hanno sensibilità simili agli sviluppi legati all'inflazione in alcuni casi, mentre hanno sensibilità opposte in altri. Tuttavia, su una scala temporale sufficientemente lunga, la relazione sembra tendere verso un rapporto positivo di entrambe le classi di attività con le sorprese dell'inflazione (grafico 6).

<sup>1</sup> Il Journal of Portfolio Management (volume 49, numero 4 - marzo 2023)

Figura 6: Correlazione tra azioni e obbligazioni a 10 anni e volatilità di crescita e inflazione



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

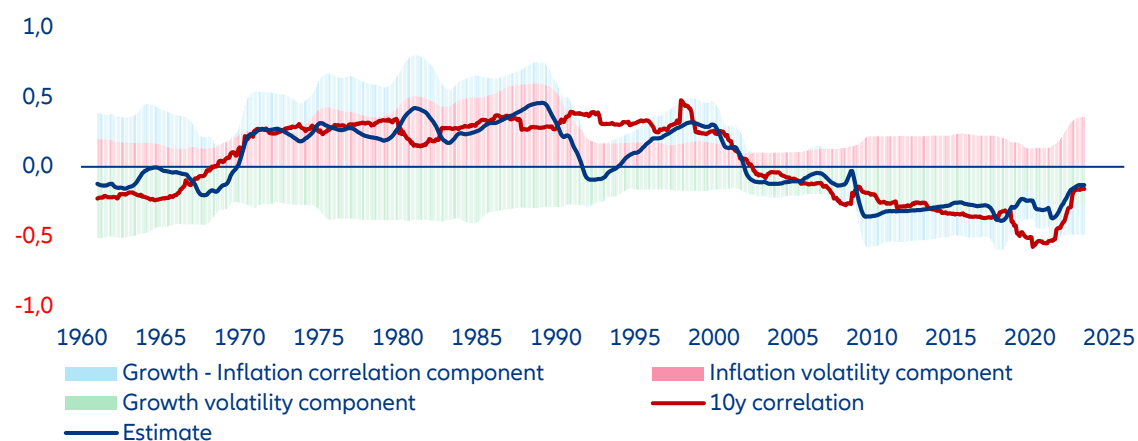
I risultati del modello suggeriscono che le fluttuazioni della volatilità dell'inflazione sono la principale forza trainante dei modelli di correlazione dei rendimenti azionari e obbligazionari nel tempo, mentre la volatilità della crescita da sola svolge un ruolo minimo. Tuttavia, anche le alterazioni delle interdipendenze tra crescita e inflazione svolgono un ruolo fondamentale nell'indurre cambiamenti strutturali all'interno dei regimi di correlazione. A meno che non si verifichi una recrudescenza degli shock inflazionistici di tipo cost-push e delle conseguenti risposte di politica monetaria, simili alle tendenze osservate negli anni '70 e '80, è probabile che i mercati tornino a uno stato simile a quello dell'era post-2000. In questo scenario, la correlazione negativa tra azioni e obbligazioni persisterebbe. Tuttavia, gli investitori dovrebbero monitorare attentamente il potenziale emergere di scenari di "stagflazione" o di rapide impennate dell'inflazione, che potrebbero nuovamente interrompere la correlazione negativa prevalente e l'effetto di diversificazione positivo associato (Tabella 2 e Figura 7).

Tabella 2: Coefficienti del modello

	Correlazione crescita-inflazione	Volatilità dell'inflazione	Volatilità della crescita
coefficiente	-0.06	0.15	-0.42
Valore p	0.00	0.01	0.01

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 7: Scomposizione della correlazione a 10 anni in base alla volatilità dell'inflazione e della crescita

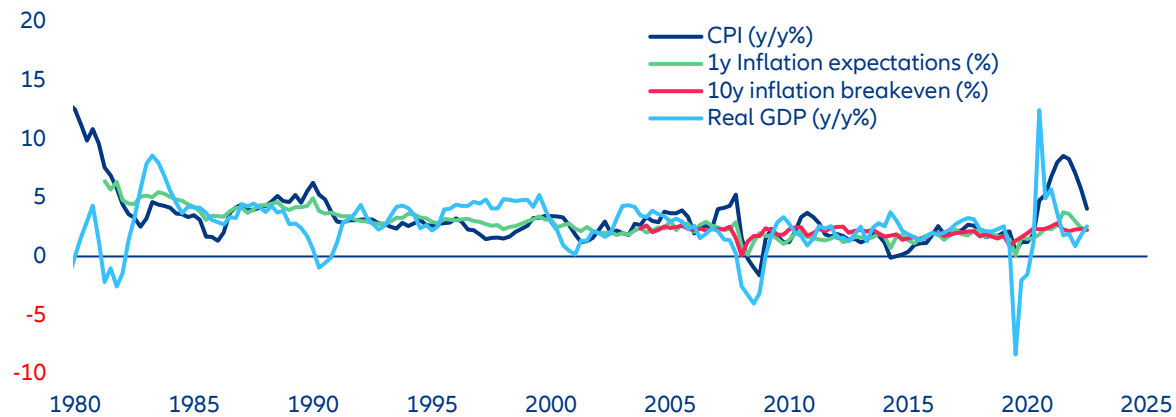


Fonti: Refinitiv Datastream, AQR, Allianz Research

E nel medio-lungo termine? Storicamente, gli shock guidati dalla domanda sono stati molto più comuni di quelli guidati dall'offerta visti nel 2022. Gli shock guidati dalla domanda sono relativamente più semplici da affrontare per le banche centrali, poiché le dinamiche di crescita e inflazione tendono a seguire una traiettoria prevedibile, muovendosi entrambe nella stessa direzione (inflazione e crescita in calo). Traducendo questo concetto nei coefficienti del modello, si evince che, in media, le componenti della volatilità della crescita e della correlazione crescita-inflazione sono inclini a compensare la volatilità dell'inflazione, generando di conseguenza una correlazione strutturalmente negativa tra azioni e obbligazioni.

Inoltre, poiché le banche centrali ribadiscono l'obiettivo di mantenere tassi di inflazione modesti (intorno al 2%) per favorire la crescita, le aspettative di inflazione a lungo termine sono ancorate. Ciò riduce la volatilità dell'inflazione, favorendo così correlazioni negative o un panorama di diversificazione favorevole. Di conseguenza, riteniamo che la correlazione negativa tra i rendimenti azionari e obbligazionari, e di conseguenza l'effetto di diversificazione positivo, sia destinato a rimanere nel medio-lungo periodo (Figura 8).

Figura 8: PIL e inflazione negli Stati Uniti



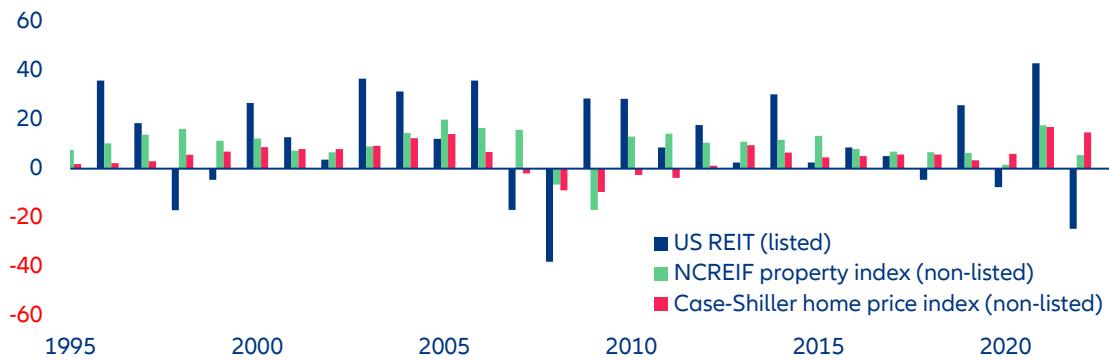
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

## Guardiani non convenzionali del rischio di ribasso

Esistono molti modi per diversificare un portafoglio, tra cui orientarsi verso asset più complessi, muoversi lungo la curva dei rendimenti, utilizzare i derivati, investire in oro e altri materiali preziosi o persino nell'arte. In questo rapporto esaminiamo tre opzioni: asset privati, diversificazione settoriale e geografica.

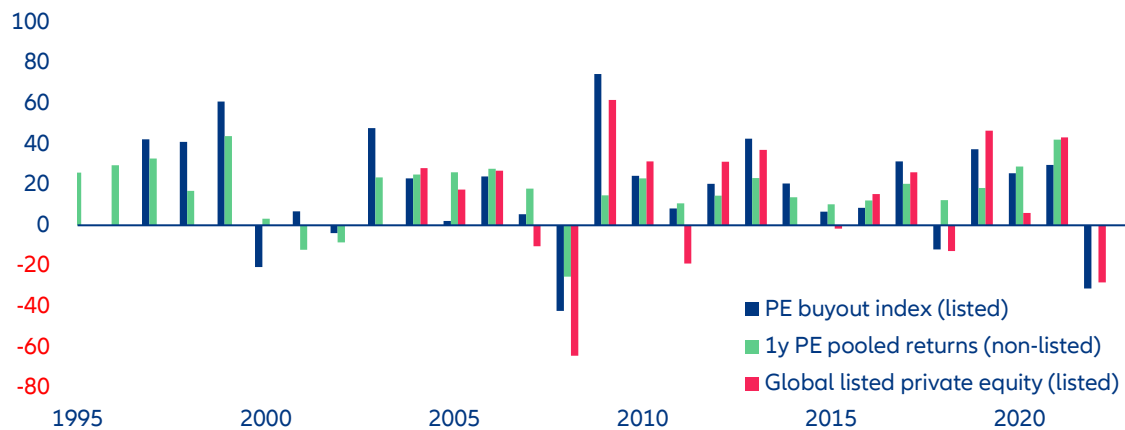
Attratti dalla prospettiva di rendimenti più elevati in un contesto di bassi rendimenti, negli ultimi anni gli investitori si sono rivolti sempre più spesso ad asset "illiquidi" o privati. Ma questi asset aiutano davvero a diversificare i portafogli? Sulla carta, la risposta è sì. Questa strategia ha avuto un notevole successo e una buona resistenza, soprattutto in periodi di maggiore incertezza. Tuttavia, una parte significativa dei benefici di diversificazione realizzati è sostenuta dalla mancanza di frequenti valutazioni basate sul mercato o di prezzi mark-to-market di tali attività e si mantiene solo se l'impegno di capitale viene mantenuto per tutto il periodo di investimento e finché il veicolo di investimento o la controparte non vanno in default. Se l'attività viene venduta sul mercato secondario, l'effetto di diversificazione scompare immediatamente, in quanto si verifica un immediato realizzo mark-to-market, facendo convergere il valore dell'attività verso la performance delle sue controparti quotate. Prendiamo ad esempio gli asset immobiliari e di private equity quotati e non quotati: Gli asset non quotati o privati tendono a sopportare meglio i rischi di ribasso rispetto alle loro controparti quotate, fornendo al contempo, in media, un profilo di rendimento più inclinato positivamente a causa del loro impegno di capitale a lungo termine (Figura 9 & 10).

Figura 9: Immobili statunitensi quotati e non quotati (performance annuale %)



Fonti Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 10: Private equity (PE) statunitense quotato e non quotato (performance annuale %)

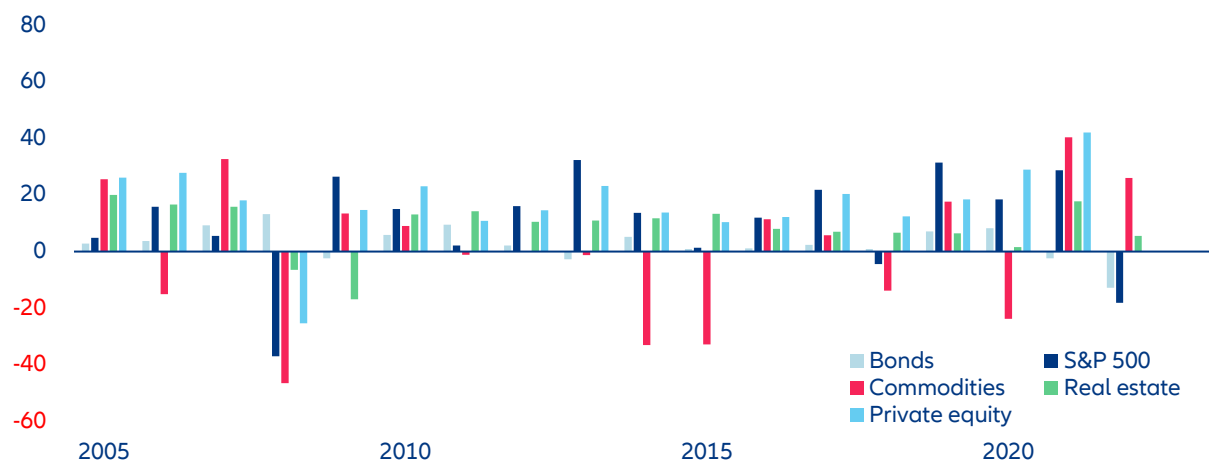


Fonti: Refinitiv Datastream, Cambridge Associati, Allianz Research

Gli asset negoziati privatamente non sono il Santo Graal della diversificazione, poiché in ultima analisi sono esposti a dinamiche economiche fondamentali simili a quelle delle loro controparti negoziate. Fattori macroeconomici come l'inflazione, la crescita e la politica monetaria eserciteranno probabilmente una pressione sui rendimenti finali degli asset privati, anche se con un certo ritardo. Di conseguenza, in periodi prolungati di crescita lenta e di risultati di mercato poco brillanti, può sorgere un rischio di controparte e la sottoperformance "negoziata" potrebbe ripercuotersi sulle valutazioni degli asset privati. Tuttavia, grazie agli interventi politici e alla protezione perma-put sperimentata nell'ultimo decennio, sembra ragionevole ritenere che una situazione del genere sia altamente improbabile. È probabile che i politici intervengano per evitare crisi prolungate.

Le materie prime sono inoltre sempre più utilizzate per diversificare i portafogli, poiché hanno mostrato in media correlazioni relativamente basse sia con le azioni che con le obbligazioni e offrono una maggiore capacità di diversificazione, soprattutto in periodi di incertezza inflazionistica. Tuttavia, la volatilità e l'eterogeneità sono elevate, il che rende più complicato sfruttare l'effetto di diversificazione. Ad esempio, si dovrebbe sovrappesare l'esposizione all'oro e ai metalli preziosi durante le fasi di ribasso del mercato, mentre si dovrebbe sovrappesare l'esposizione all'oil & gas o alle commodity alimentari durante le fasi di rapida inflazione o "stagflazione" (Figura 11).

Figura 11: Performance annuale cross-asset (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Cambridge Associates, Allianz Research

Traducendo questa linea di pensiero nel quadro della diversificazione, è interessante notare che durante il decennio degli anni Novanta l'immobiliare sembra essere stato il principale diversificatore, mentre le materie prime e l'oro hanno svolto un ruolo fondamentale solo in caso di turbolenze economiche e di mercato o di shock inflazionistici in arrivo. La situazione è cambiata, soprattutto a partire dal 2008, con gli immobili che hanno perso un po' del loro potere di diversificazione e i titoli di Stato che sono diventati il diversificatore per eccellenza rispetto ad altri asset (Tabella 3 e 4). Su questa base, si può anche confermare che gli asset alternativi o privati non sembrano coprire completamente dalle correzioni di mercato, poiché seguono la stessa direzionalità delle loro controparti negoziate. Tuttavia, offrono un effetto di diversificazione morbido, producendo costantemente una volatilità inferiore rispetto alle loro controparti negoziate nelle diverse fasi del ciclo economico. In definitiva, i titoli di Stato sono destinati a rimanere uno dei maggiori diversificatori per il rischio di mercato, mentre l'immobiliare è il re della diversificazione soft.

Tabella 3: Performance annuale trasversale agli asset (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cash	6	5	5	5	5	6	4	2	1	1	3	5	5	2	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	1	0	2
Government bonds	22	3	11	11	-2	15	8	13	3	4	3	4	9	13	-2	6	10	2	-3	5	1	1	2	1	7	8	-2	-13
Inflation linked							42	67	24	21	6	1	25	-4	22	11	23	11	-13	6	-2	7	5	-2	13	16	8	-16
ABS/ MBS				7	3	10	8	8	3	3	3	5	-1	-21	19	12	4	6	1	3	1	3	3	2	6	5	0	-7
Corporates - Investment grade	22	3	10	9	-2	9	11	10	8	5	2	4	5	-7	20	10	8	10	-1	8	-1	6	6	-2	14	10	-1	-15
Corporates - High Yield	20	11	13	3	3	-5	-2	28	11	3	12	2	-26	58	15	4	16	7	3	-5	17	7	-2	14	6	5	-11	-11
Infrastructure Debt										10	0	7	8	-5	22	5	8	11	0	4	-6	8	10	-5	11	12	-2	-16
CLO																						10	9	0	9	7	4	-3
Public Equity	38	23	33	29	21	-9	-12	-22	29	11	5	16	5	-37	26	15	2	16	32	14	1	12	22	-4	31	18	29	-18
Private Equity	26	30	33	17	44	3	-12	-8	24	25	26	28	18	-25	15	23	11	15	23	14	10	12	20	12	18	29	42	-2
Real Estate	8	10	14	16	11	12	7	7	9	14	20	17	16	-6	-17	13	14	11	11	12	13	8	7	7	6	2	18	6
Commodities	20	34	-14	-36	41	50	-32	32	21	17	26	-15	33	-46	13	9	-1	0	-1	-33	-33	11	6	-14	18	-24	40	26
Gold	1	-5	-22	0	1	-6	1	24	22	5	17	24	32	3	27	29	11	6	-27	-2	-10	9	13	-2	19	25	-4	0

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Tabella 4: Matrice di correlazione dei rendimenti mensili dopo il 2000

	Liquidità	Titoli di Stato	Aziendali- IG	Aziendali - HY	Patrimonio pubblico	Immobiliare	Materie prime	Oro
Liquidità								
Titoli di Stato	0.1							
Aziendali - IG	0.0	0.6						
Aziendali - HY	-0.1	-0.1	0.6					
Patrimonio pubblico	-0.1	-0.2	0.3	0.7				
Immobiliare	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1			
Materie prime	-0.1	-0.2	0.1	0.4	0.4	0.2		
Oro	0.1	0.3	0.3	0.1	0.0	-0.1	0.2	

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Note: IG - Investment Grade; HY - High Yield



## La globalizzazione aiuta?

La diversificazione dei portafogli d'investimento attraverso l'esposizione a diverse regioni geografiche può essere complementare alla diversificazione per classe di attività, anche se la globalizzazione finanziaria e la crescente interconnessione dei mercati ne hanno in qualche modo ridotto i vantaggi. Fatta eccezione per gli Stati Uniti - sia per i loro rendimenti storicamente superiori sia per il loro ruolo di fonte delle crisi finanziarie globali - la logica della diversificazione geografica è ancora valida per gli investitori di tutto il mondo. Sebbene ogni mercato sia suscettibile di subire il riverbero degli sconvolgimenti finanziari statunitensi, le crisi economiche e di mercato che hanno origine altrove spesso non hanno un impatto globale o addirittura regionale, poiché le economie continuano a presentare notevoli disparità in termini di sviluppo, specializzazione, demografia, clima, geopolitica e geografia. Inoltre, la traiettoria della globalizzazione sembra aver raggiunto il suo apice, con diversi fattori che indicano un potenziale cambiamento dello status quo. Che si tratti di un picco localizzato o di un punto di svolta più assoluto, è evidente che un panorama globale più frammentato è destinato a produrre rendimenti sempre più divergenti tra i mercati, rendendo più importante la diversificazione geografica.

Esistono due approcci possibili per esaminare gli effetti della diversificazione geografica: Il primo consiste nel valutare la diversificazione tra obbligazioni e azioni sia nelle economie avanzate che nei mercati emergenti. Il secondo consiste nell'esaminare l'efficacia della diversificazione tra i vari Paesi. Optiamo per quest'ultimo approccio, soprattutto perché l'attuale status quo della diversificazione, ovvero la correlazione negativa tra azioni e obbligazioni, sembra valere per la maggior parte delle economie e ci concentriamo sulla valutazione delle azioni e delle obbligazioni sovrane come entità separate. L'investimento tra regioni geografiche produce rendimenti più elevati e più stabili da una prospettiva aggiustata per il rischio? Ex-ante, la risposta sembra semplice: Un approccio di questo tipo avrebbe generato rendimenti più elevati rispetto all'investimento nelle sole regioni con performance insufficienti, ma non sarebbe stato all'altezza dei guadagni ottenuti investendo esclusivamente nelle regioni con performance migliori.

Dal punto di vista degli asset, osservando il comportamento storico dei vari Paesi negli ultimi cinque decenni, si nota un aumento costante delle correlazioni tra i vari mercati. In particolare, i Paesi denominati in euro del nostro campione presentano le correlazioni più elevate, in linea con le aspettative dovute alla sincronizzazione indotta dall'introduzione della moneta unica e delle politiche comuni dell'Eurozona. Tra i mercati emergenti, Messico e Corea del Sud spiccano per le forti correlazioni con le economie avanzate, mentre Indonesia, Turchia e Russia presentano gradi di correlazione relativamente più bassi (tabella 5 & 6).

Tabella 5: Correlazioni tra i rendimenti totali mensili dell'MSCI \$ dei mercati azionari. Il triangolo inferiore si riferisce al periodo compreso tra il 1970 (o successivo, vedi legenda) e il 1999, mentre quello superiore al periodo successivo al 2000..

		Upper triangular: 2000 - Today																							
		AES									LatAm			EM Asia						EM Europe					
		US	DE	FR	IT	ES	NL	UK	AU	JP	CN	BR	MX	CL	CH	KO	TA	IN	MY	TH	ID	TK	RS		
Lower triangular: 1970 (or earliest since then) - 1999	AES	US																							
		DE	0.4																						
		FR	0.4	0.6																					
		IT	0.2	0.4	0.4																				
		ES	0.3	0.4	0.4	0.4																			
		NL	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4																		
		UK	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.6																	
		AU	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5																
		JP	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3															
		CN	0.7	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.3														
Lower triangular: 1970 (or earliest since then) - 1999	LatAm	BR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2													
		MX	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.4	0.3												
		CL	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.4	0.3	0.3											
Lower triangular: 1970 (or earliest since then) - 1999	EM Asia	CH	0.4	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.0	0.4	0.3	0.4	0.4										
		KO	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1									
		TA	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3	0.6	0.2								
		IN	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.3							
		MY	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.1	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2						
		TH	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.1	0.6				
Lower triangular: 1970 (or earliest since then) - 1999	EM Europe	ID	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.4				
		TK	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1			
		RS	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5	0.7	0.3	0.1	0.6	0.3	0.5	0.3	0.6			

Fonte: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Note: Per il triangolo inferiore, la data di inizio è la più recente tra quelle disponibili per entrambi i Paesi: AE 1970, Cina e India 1993, Russia 1995 e gli altri 1988. \2 Nel triangolo superiore, le correlazioni con le azioni russe terminano nel febbraio 2022. \3 Azioni Cina A utilizzate per la Cina.

Tabella 6: Rendimento totale annuo delle azioni europee dal 1995 (in % e in euro)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Europe	14	27	45	20	35	-2	-15	-30	16	13	27	20	3	-43	33	12	-3	10	21	7	9	3	11	-10	27	-3	25	-9
Eurozona	9	28	42	30	40	-2	-18	-33	20	13	26	23	9	-44	29	3	-14	21	24	5	11	5	13	-12	25	0	23	-12
Germany	8	23	46	20	41	-10	-18	-43	37	8	27	22	23	-43	23	17	-15	30	27	3	10	7	13	-18	24	3	14	-16
UK	13	33	43	9	32	-6	-9	-28	10	11	24	17	-2	-46	39	16	1	14	15	8	3	3	7	-10	23	-18	28	1
France	5	29	30	32	52	2	-18	-33	17	11	27	21	3	-40	29	3	-13	21	22	4	12	9	14	-7	29	-4	30	-7
Italy	-1	9	59	43	17	6	-22	-21	16	24	19	20	-3	-47	24	-8	-20	12	16	4	15	-7	14	-13	31	-6	25	-8
Spain	21	61	48	40	23	-10	-6	-28	32	20	21	34	12	-37	41	-16	-8	3	27	9	-6	3	12	-11	15	-12	9	-1
Poland	-9	66	-10	-13	64	2	-23	-14	13	50	44	25	15	52	38	24	-27	39	-1	-2	-16	4	36	-8	-4	-19	17	-22
Netherlands	19	39	46	15	26	3	-17	-32	8	5	32	18	9	-45	39	9	-9	19	26	10	13	8	18	-9	35	14	37	-23
Belgium	18	22	34	56	1	-11	-5	-27	14	34	27	23	-11	-64	54	7	-7	39	23	19	26	-4	5	-22	24	-15	11	-6
Sweden	25	45	32	6	112	-16	-23	-41	38	27	28	29	-8	-47	61	44	-12	22	21	6	7	5	7	-8	25	14	33	-23
Czech Republic	-25	37	-10	-7	23	9	3	22	38	74	68	20	41	-40	24	5	-2	-12	11	-7	0	22	3	9	-11	70	-6	
Greece	9	11	57	76	76	-36	-26	-37	41	36	34	21	20	-64	21	-41	59	4	46	-32	59	-9	13	-33	46	-33	16	7
Portugal	-6	42	74	19	7	-4	-17	-26	20	17	14	33	13	-49	37	-4	-19	3	7	-28	13	8	10	-6	27	6	9	8
Hungary	-23	117	127	-15	31	-22	-4	11	10	79	37	20	5	-60	72	-3	-31	21	-10	-17	52	39	23	-1	22	-19	21	-27
Austria	-12	13	19	-7	7	-5	0	0	31	60	44	23	-7	-67	40	18	-34	25	9	-20	16	15	40	-23	17	-11	53	-21
Switzerland	35	8	69	15	9	14	-17	-24	12	7	35	15	-4	-26	23	21	-3	20	22	15	13	-1	9	-4	36	3	29	-12
Denmark	11	28	57	2	32	11	-10	-28	25	22	44	25	14	-45	33	40	-13	30	20	22	39	-13	19	-11	31	32	29	2
Finland	-4	43	39	107	197	-8	-34	-41	0	-1	36	17	35	-52	9	19	-29	15	42	15	15	0	9	3	13	12	18	-8
Norway	-1	35	24	-35	55	6	-7	-21	24	43	45	31	19	-62	83	20	-6	18	6	-10	-4	18	14	-3	14	-9	33	0
Ireland	18	25	38	29	2	-7	3	-37	20	33	13	32	-28	-79	9	-12	18	5	36	17	30	-4	4	-21	41	6	17	-21

Fonte: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

La diversificazione è più importante durante le fasi di ribasso dei mercati. A questo proposito, la nostra analisi mostra che la diversificazione geografica ha subito un'ulteriore erosione. Le tabelle 7 e 8 mostrano la frequenza con cui i rendimenti mensili più sfavorevoli del mercato azionario statunitense (rappresentati dal 1° decile della distribuzione) si sono allineati con le performance più negative (ancora una volta, il 1° decile della distribuzione). In particolare, oltre l'80% dei casi in cui il mercato azionario statunitense ha registrato il peggior 10% dei rendimenti mensili dal 1999 ha coinciso con le performance mensili più basse del 10% del mercato azionario tedesco, lasciando intendere che quando le cose vanno male, affidarsi alla diversificazione geografica potrebbe non funzionare.

Tabella 7 e 8. Confronto delle code inferiori della distribuzione: considerando i rendimenti mensili più bassi delle azioni statunitensi, in cui il 10% del tempo corrispondeva al 10% più basso del resto dei mercati azionari. In alto: AEs; inferiore: EMs

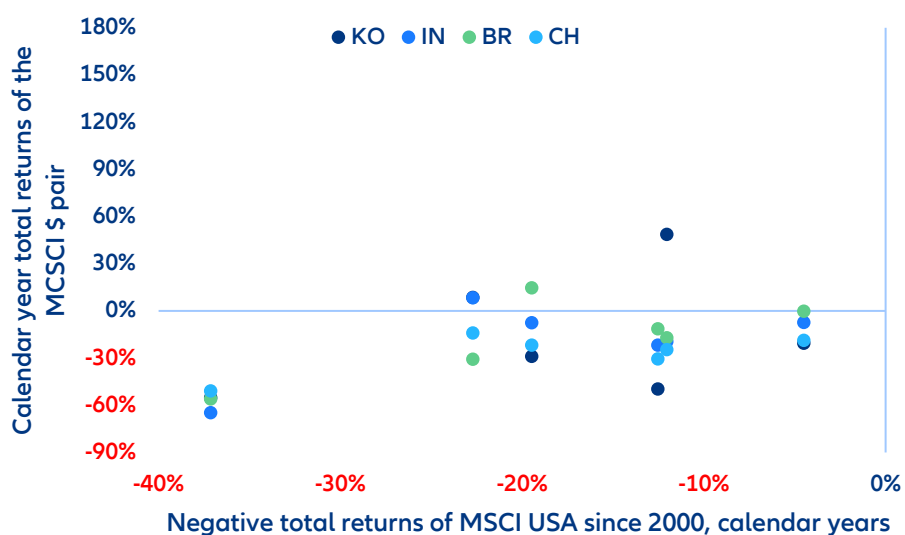
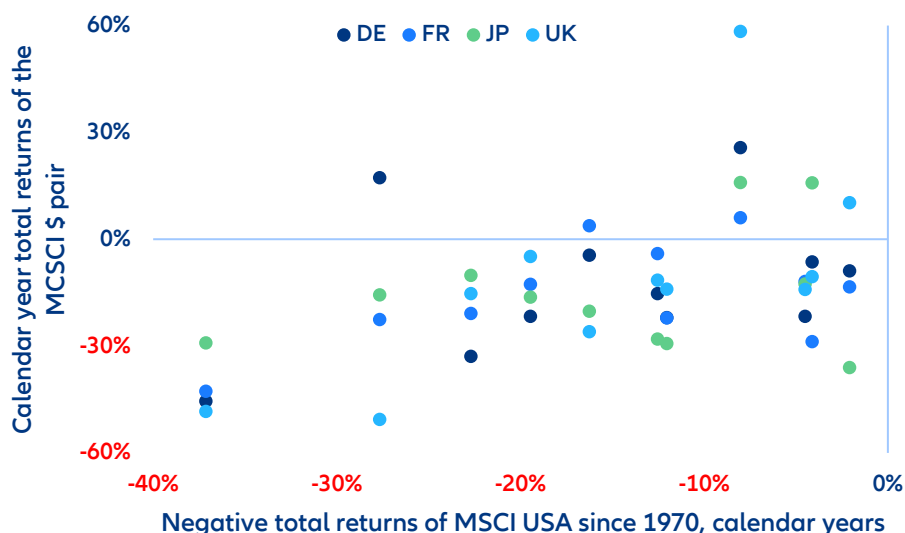
	DE	FR	IT	ES	NL	UK	AU	JP	CN
Dal 1970	55.2%	49.4%	45.1%	48.0%	62.5%	55.2%	46.5%	46.5%	53.8%
1970-1999	30.6%	33.3%	36.1%	30.6%	41.7%	44.4%	36.1%	38.9%	36.1%
Dal 2000	82.3%	67.1%	54.9%	67.1%	85.4%	67.1%	57.9%	54.9%	73.2%

	CH	KO	TA	IN	MY	TH	ID	BR	MX	CL	TK	RS
Dall'inizio	36.4%	53.4%	46.1%	34.0%	41.3%	34.0%	34.0%	43.7%	51.0%	41.3%	29.1%	29.1%
I primi anni - 1999	11.9%	23.8%	35.7%	11.9%	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%	47.6%	11.9%	11.9%	11.9%
Dal 2000	42.7%	61.0%	48.8%	39.6%	39.6%	30.5%	30.5%	42.7%	51.8%	48.8%	33.5%	33.5%

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Infine, fornendo una rappresentazione visiva alternativa dello stesso trend (Figure 12 e 13), si sottolinea che tra tutti gli anni in cui l'MSCI USA ha generato rendimenti totali negativi, gli altri principali mercati azionari hanno registrato rendimenti positivi solo una volta, nel 1977. Al contrario, nei restanti 10 casi, nessun mercato (in sei casi) o un solo mercato (in quattro casi) è riuscito a generare rendimenti positivi.

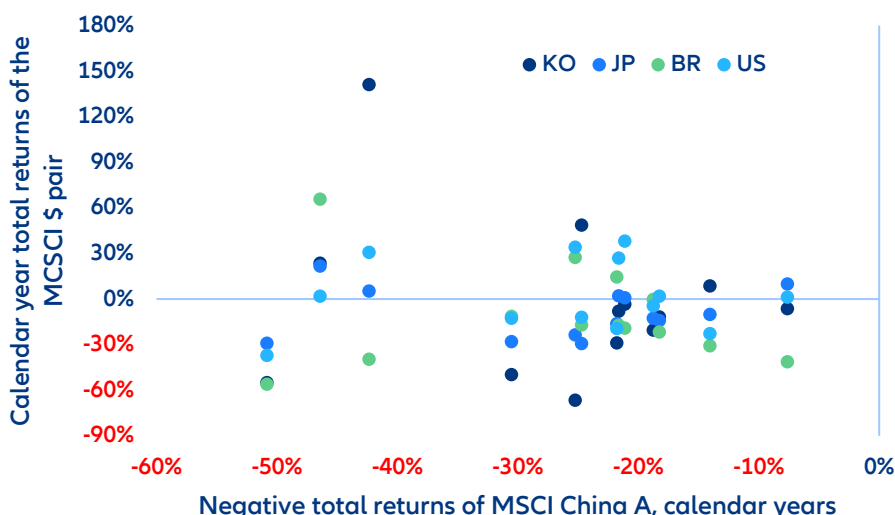
Figura 12 e 13. Cosa è successo in altri mercati azionari negli anni in cui l'MSCI USA ha prodotto rendimenti totali negativi? In alto: principali AE dal 1970; in basso: principali EM dal 1993



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

In altre parole, nessun altro mercato azionario può proteggere un portafoglio da una flessione del mercato azionario statunitense. Ciò è comprensibile, dato l'indiscutibile status dominante del mercato statunitense e della relativa valuta. Tuttavia, il principio della diversificazione vale anche per gli investitori non statunitensi? Le crisi che provengono dagli Stati Uniti hanno in genere ripercussioni globali, ma che dire delle crisi locali? Per esplorare questo aspetto, la Figura 14 riprende il grafico precedentemente visto nella Figura X, ma questa volta per la Cina dal 1993. Il risultato è nettamente diverso: Tra le tre crisi più gravi, abbondano i casi in cui mercati come gli Stati Uniti, il Giappone o la Corea del Sud hanno registrato rendimenti positivi. Nei casi restanti, invece, la situazione è più equilibrata. Analogamente, la tabella 9 mostra i rendimenti annualizzati durante le diverse crisi che non hanno avuto origine negli Stati Uniti.

Figura 14. Cosa è successo in altri mercati azionari negli anni in cui l'MSCI China A (USD) ha prodotto rendimenti totali negativi?



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Tabella 9. Rendimenti azionari totali annualizzati (indici MSCI USD)

Periodo	Crisi	Prestazioni maggiormente influenzate	Altri
1988 – 1998	Tigri asiatiche, il Giappone ha perso un decennio	JP: 5%, TH: 8%, KO: 4%	US: 26%, France: 23%, UK: 22%, BR:27%
2010 - 2014	Eurozona	ES: 13%, IT: 14%	US: 25%, CH: 17%, JP: 18%
2020	Covid	BR: -19%, RS: -12%, TH: -11%, TK: -9%	US: 21%, DE: 12%, CH: 30%, KO: 45%

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Per quanto riguarda le obbligazioni sovrane, l'avvento della moneta unica ha notevolmente amplificato le interconnessioni tra le economie dell'Eurozona. Questa integrazione deriva dal quadro di politica monetaria condiviso e persino dall'emissione collettiva di obbligazioni - un fenomeno che si estende anche alle nazioni che non hanno adottato la moneta unica ma che comunque mantengono traiettorie monetarie fortemente collegate. Tuttavia, la sincronizzazione osservata nei mercati azionari è meno pronunciata per le obbligazioni sovrane. Ciò rimane vero anche se si considerano le ramificazioni di vasta portata dei cicli della Federal Reserve statunitense sui vari mercati. Se da un lato le principali economie hanno vissuto un periodo di relativa stabilità, caratterizzato da tassi d'inflazione costantemente bassi negli ultimi tre decenni, dall'altro esiste un maggior grado di variabilità. Questo spettro va dalla prolungata quiescenza del Giappone, con tanto di misure di controllo della curva dei rendimenti, ad alcuni importanti mercati emergenti alle prese con tassi di inflazione a due cifre. Tra i casi più significativi si possono citare la crisi del debito dell'Eurozona o lo scenario di sviluppo asincrono osservato nel caso della Cina (tabella 10).

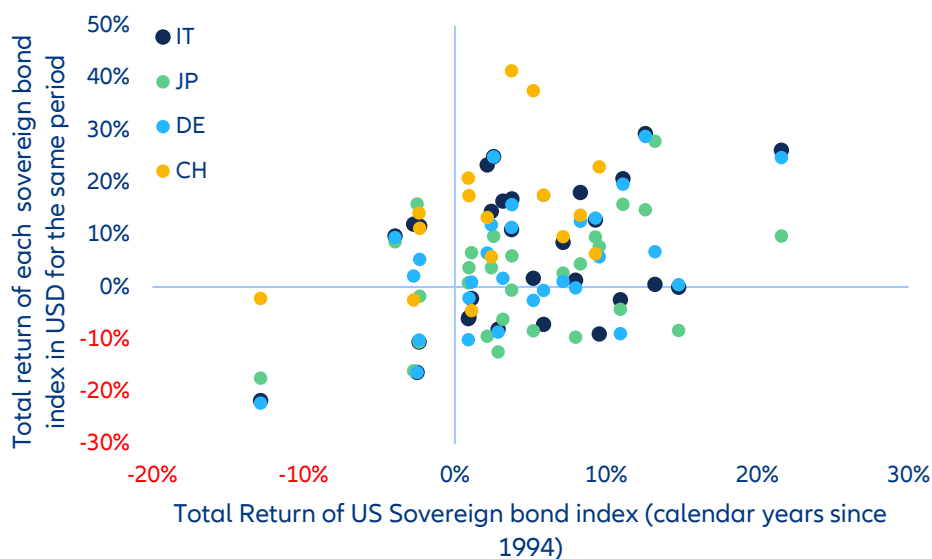
Tabella 10. Correlazioni tra gli indici delle obbligazioni sovrane in valuta locale (in USD) e i rendimenti totali mensili di diversi Paesi. Il triangolo superiore si riferisce al periodo compreso tra il 1974 (o successivo, vedi legenda) e il 2010, mentre quello inferiore al periodo successivo al 2010.

		Upper triangular (only AEs): earliest (between 1974 and 1997) - 2010																			
		AES										Emerging Markets									
		US	DE	FR	IT	ES	NL	UK	AU	JP	CN	BR	CH	IN	MY	TH	ID	TK	RS	PO	
Lower triangular: since 2010	AES	US		0.4	0.3	0.4	0.4	0.4		0.2	0.4										
		DE	0.5		1.0	0.9	0.9	1.0	0.7		0.4	0.4									
		FR	0.2	1.0		0.9	1.0	1.0	0.7		0.4	0.4									
		IT	0.2	0.8	0.9		1.0	0.9	0.7		0.3	0.5									
		ES	0.3	0.9	0.9	0.9		0.9	0.7		0.3	0.5									
		NL	0.5	1.0	1.0	0.8	0.9		0.7		0.4	0.4									
		UK	0.5	0.7	0.7	0.5	0.6	0.7			0.2	0.4									
		AU	0.3	0.7	0.7	0.5	0.6	0.7	0.6												
		JP	0.6	0.5	0.5	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5		0.1									
		CN	0.3	0.7	0.7	0.5	0.6	0.7	0.6	0.9	0.4										
Lower triangular: since 2010	Emerging Markets	BR	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.6	0.2	0.5									
		CH	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.1								
		IN	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.5	0.1	0.4	0.4	0.2							
		MY	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.7	0.4	0.6	0.6	0.3	0.4						
		TH	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6	0.3	0.4	0.7					
		ID	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.6	0.3	0.5	0.5	0.3	0.5	0.6	0.6				
		TK	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4			
		RS	-0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.5	0.1	0.5	0.5	0.0	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3		
		PO	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	0.7	0.3	0.7	0.5	0.2	0.5	0.7	0.6	0.4	0.2	0.5	

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Diversamente dal modello osservato nelle azioni e in contrasto con lo scenario successivo all'autunno 2021 - che ha visto il riverbero dei tassi d'interesse ultra-bassi durante una pandemia globale e l'impatto di un conflitto di mercato che ha scosso le materie prime globali - le opportunità di rifugio sono emerse quando il mercato obbligazionario statunitense ha subito flessioni. Casi come il 1994 e il 2013 sono esempi notevoli di anni favorevoli per i principali Paesi dell'Eurozona (EUR), contrapposti a risultati meno favorevoli per gli Stati Uniti (USD). Al contrario, un investitore impegnato in obbligazioni sovrane statunitensi avrebbe realizzato rendimenti positivi negli anni 1997, 2005, 2010 e 2015, anche se i mercati significativi dell'Eurozona hanno subito perdite in questi periodi<sup>2</sup> (Figura 15).

Figura 15. Rendimenti totali su base annua: indici obbligazionari sovrani delle AE vs. indice obbligazionario USA (in USD)



<sup>2</sup> Come detto in precedenza, stiamo parlando in termini comuni di USD.

Fonti: Bloomberg, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Tutte le scadenze.

Un ultimo esame della performance attraverso i vari cicli della Federal Reserve offre un'analisi più approfondita della questione, comprendendo anche la performance dei mercati emergenti ad esclusione della Cina, che non è stata trattata nella Tabella 11. Un'osservazione degna di nota è che, anche nel contesto di un investitore con sede negli Stati Uniti, un portafoglio obbligazionario geograficamente diversificato che abbraccia le economie avanzate si rivela vantaggioso. Questo vantaggio diventa particolarmente evidente quando si considerano le obbligazioni di paesi come l'Italia, la Spagna o la Francia. Tuttavia, emerge una serie di conclusioni diverse per quanto riguarda gli investimenti in obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti. In questo scenario, a meno che i rendimenti non siano notevolmente elevati o che la valuta non mostri una solidità simile a quella delle valute delle economie avanzate (ad esempio, nel caso della Cina), le fluttuazioni dei tassi di cambio possono potenzialmente compensare una parte significativa dei rendimenti derivanti da rendimenti più elevati. Questo a sua volta erode la possibilità di realizzare guadagni sostanziali. Inoltre, se si analizza il ciclo recente, risulta evidente che la Cina è l'unico Paese a dimostrare una discreta capacità di diversificazione.

Tabella 11. Performance annualizzata delle obbligazioni in valuta locale (rendimenti totali in USD) tra i diversi cicli della Fed.

	US	CN	UK	DE	NL	FR	ES	IT	JP	AU	BR	IN	CH	MY	TH	TK	CL	ID	RS	PO
1989 - 1995	12%			13%	13%	15%		18%												
1995 - 2000	7%	7%		-0%	0%	1%	3%	4%	-1%											
2000 - 2007	5%	11%	9%	10%	10%	10%	11%	11%	1%											
2007 - 2019	4%	2%	1%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	13%	7%	7%	18%	-3%	3%	-4%	-6%	5%	-4%	4%
2019 - Today	-1%	-2%	-5%	-5%	-6%	-5%	-4%	-2%	-8%	-5%	0%	-1%	8%	-24%	-13%	-45%	-35%	-1%	-36%	-10%

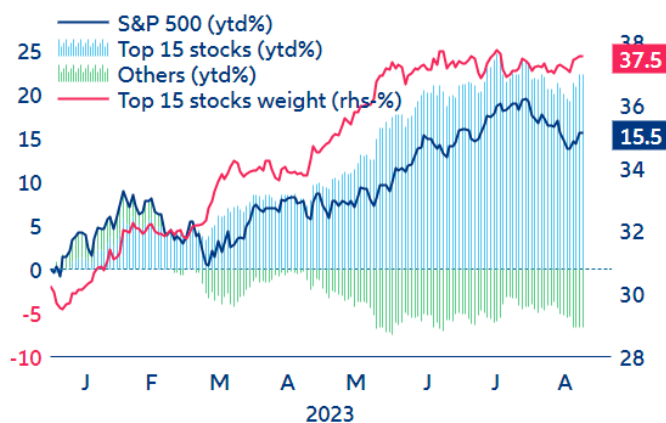
Fonti: Bloomberg, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Tutte le scadenze. Si considera che un ciclo inizi e finisca con l'inizio del ciclo di allentamento (cioè il primo taglio).

In breve, la diversificazione internazionale è utile nella maggior parte delle circostanze, soprattutto in un mondo caratterizzato da crescente divergenza, frammentazione e protezionismo. Ma potrebbe non isolare completamente i portafogli dagli eventi di coda estremi dell'1%, in particolare quando tali flessioni si manifestano su scala globale.

## Selettività del settore [BOX]

Molti investitori potrebbero essere inavvertitamente sovraesposti a determinati settori, dato che la maggior parte degli indici basati sul valore di mercato è soggetta a un aumento della concentrazione con la sovraperformance di alcuni settori, come si è visto con l'indice S&P 500. Ad oggi, solo 10-15 mega-capitali tecnologiche (che rappresentano quasi il 40% dell'indice complessivo) sono state responsabili della maggior parte della sua performance. Un altro esempio è rappresentato dal settore energetico dopo lo scoppio della guerra in Ucraina e le sanzioni contro la Russia. L'esposizione a indici fortemente concentrati non solo vanifica l'obiettivo della diversificazione settoriale in termini di rendimento, ma aumenta anche inavvertitamente la concentrazione del rischio di controparte (Figura 16).

Figura 16. Ripartizione del rendimento dello S&P500 nel 2023 (in %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Per fare un esempio di diversificazione settoriale, durante la crisi finanziaria del 2008, i settori difensivi come i beni di consumo e l'assistenza sanitaria hanno mitigato il rischio strutturale, attenuando la flessione del mercato. Tuttavia, le correlazioni tra i settori tendono a essere positive, per cui si può dedurre che la diversificazione settoriale offre una protezione dai ribassi piuttosto che aumentare la generazione di rendimenti (tabella 12).

Tabella 12. Rendimenti annuali del settore azionario statunitense (in %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
S&P 500	38	23	33	29	21	-9	-12	-22	29	11	5	16	5	-37	26	15	2	16	32	14	1	12	22	-4	31	18	29	-18
S&P 500 - Growth	38	24	37	42	28	-22	-13	-24	26	6	4	11	9	-35	32	15	5	15	33	15	6	7	27	0	31	33	32	-29
S&P 500 - Value	37	22	30	15	13	6	-12	-21	32	16	6	21	2	-39	21	15	0	18	32	12	-3	17	15	-9	32	1	25	-5
Telecommunications	42	1	41	52	19	-39	-12	-34	7	20	-6	37	12	-30	9	19	6	18	11	3	3	23	-1	-13	33	24	22	-40
Consumer Discretionary	20	12	34	41	25	-20	3	-24	37	13	-6	19	-13	-33	41	28	6	24	43	10	10	6	23	1	28	33	24	-37
Consumer Staples	40	26	33	16	-15	17	-6	-4	12	8	4	14	14	-15	15	14	14	11	26	16	7	5	13	-8	28	11	19	-1
Energy	31	26	25	1	19	16	-10	-11	26	32	31	24	34	-35	14	20	5	5	25	-8	-21	27	-1	-18	12	-34	55	66
Utilities	33	6	25	15	-9	57	-30	-30	26	24	17	21	19	-29	12	5	20	1	13	29	-5	16	12	4	26	0	18	2
Real Estate								-10	29	29	13	41	-18	-42	27	32	11	20	2	30	5	3	11	-2	29	-2	46	-26
Material	20	16	8	-6	25	-16	3	-5	38	13	4	19	23	-46	49	22	-10	15	26	7	-8	17	24	-15	25	21	27	-12
Information Technology	39	44	29	78	79	-41	-26	-37	47	3	1	8	16	-43	62	10	2	15	28	20	6	14	39	0	50	44	35	-28
Industrials	39	25	27	11	22	6	-6	-26	32	18	2	13	12	-40	21	27	-1	15	41	10	-3	19	21	-13	29	11	21	-5
Health Care	58	21	44	44	-11	37	-12	-19	15	2	6	8	7	-23	20	3	13	18	41	25	7	-3	22	6	21	13	26	-2
Financials	54	35	48	11	4	26	-9	-15	31	11	6	19	-19	-55	17	12	-17	29	36	15	-2	23	22	-13	32	-2	35	-11

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research