

Top down o bottom up?

Del processo di selezione di portafoglio si avvicinano almeno due approcci che filosoficamente sono contrapposti ma che a volte si prestano a convivere in maniera complementare.



Da una parte l'approccio Top Down che, partendo dal generale, l'asset allocation tra le macro asset class, procede verso il particolare passando attraverso ripartizioni degli strumenti finanziari sempre più fini e giungendo infine alla scelta dei singoli prodotti (il cosiddetto picking).

Dall'altra l'approccio bottom up che procede in senso opposto ignorando i fenomeni globali, concentrandosi invece direttamente sulle prospettive dei singoli titoli e desumendo in tal modo l'asset allocation come aggregazione di scelte particolari effettuate sui singoli strumenti o su porzioni di mercato relativamente ridotte.

La prima filosofia è quella che si presta bene ai portafogli di lungo periodo basati sull'asset allocation strategica, quella che poggia su considerazioni sui fenomeni sistemici come le correlazioni tra le asset class o le prospettive macroeconomiche. La seconda è in genere tipica degli atteggiamenti più attivi e aggressivi che tentano di seguire e talvolta anticipare i movimenti di breve-medio termine.

Spesso però tecniche diverse sono combinate all'interno di gestioni che li utilizzano congiuntamente con difersi gradi di flessibilità. In questi casi si procede generalmente con un'asset allocation strategica di fondo che determina la struttura prevalente del portafoglio. Si affiancano ad essa metodologie inquadrabili tra quelle bottom up che strutturando fenomeni contingenti e/o particolari generano mutamenti nei pesi delle asset class di natura temporanea.



L'opportunità fiscale dei PIR

I PIR (Piani Individuali di Risparmio) sono lo strumento introdotto dal legislatore che permette agli investitori privati di ottenere un'agevolazione fiscale a fronte di investimenti di medio-lungo periodo nel sistema economico italiano. La misura è simile ad altre già attive in diversi altri Paesi europei e, oltre a rappresentare un'opportunità importante per gli investitori, è al centro dell'attenzione dei professionisti del risparmio.



La normativa prevede che le persone fisiche possano godere di due vantaggi fiscali:

- L'esenzione totale dalla tassazione sui redditi finanziari.
- L'esenzione dall'imposta di successione.

Le principali condizioni per ottenere tali vantaggi riguardano la composizione di portafoglio e il periodo di possesso:

- Almeno il 70% degli investimenti devono essere "qualificati" cioè rispettare determinate condizioni: titoli di tipo azionario od obbligazionario, emessi da imprese italiane ovvero europee (UE o SEE) ma con stabile organizzazione in Italia; non di tipo immobiliare; per almeno il 30% non appartenenti al FTSE MIB.
- I titoli oggetto de devono essere detenuti per un periodo minimo di 5 anni.

La legge pone poi il limite quantitativo di 30.000 euro annuali per un'ammontare massimo complessivo di 150.000 euro.

Le modalità di realizzazione dei PIR sono molteplici tra i quali spicca l'acquisto di prodotti di risparmio gestito "PIR Compliant" che stanno infatti ottenendo un ottimo successo commerciale e si propongono come principale approdo dei risparmiatori che vogliono cogliere questa opportunità.

L'investimento in PIR è certamente interessante ma è importante non trascurare alcuni aspetti:

- Rappresenta un investimento concentrato tendenzialmente sull'Italia che sarebbe opportuno abbinare ad scelte differenti per garantire la diversificazione di portafoglio.
- I benefici sono legati alla detenzione per 5 anni quindi potrebbero essere nulli se fosse necessario il disinvestimento per necessità economiche o per scelta di opportunità. E' uno strumento quindi adatto per destinarvi risorse economiche delle quali molto difficilmente si avrà bisogno e con le quali si vogliono fare scelte di investimento stabili nel lungo termine.
- Il vantaggio fiscale è naturalmente fruibile solo se nei 5 anni di detenzione si sia ottenuto un guadagno, eventualità non certa in considerazione della volatilità dei mercati e dell'incertezza generale dovuta ai mutamenti di scenario sempre più frequenti e repentini.

“Tu e il BAIL-IN”

Dal primo gennaio è entrata in vigore anche in Italia la normativa europea che regola le crisi bancarie e include il “salvataggio interno”

Ormai sulla bocca di tutti e ampiamente illustrato dai media, il bail-in spaventa risparmiatori ed investitori e muta in certo modo la gerarchia degli strumenti finanziari in tema di rischio. Salutata dal titolo inconsapevolmente ironico della brochure informativa diffusa dall'ABI, “tu e il BAIL-IN”... la normativa introduce novità che occorre conoscere e sulle quali è utile qualche riflessione.



In coerenza con il divieto di aiuti di stato e per limitare l'effetto contagio, la direttiva europea prevede oggi che in caso di crisi gravi nelle istituzioni bancarie non sia lo Stato a intervenire caricando i costi sulla comunità (bail-out) bensì le risorse siano trovate prima di tutto all'interno della banca coinvolgendo i soggetti che in varia maniera sono con essa collegati.

Il percorso è articolato e solo in ultima istanza prevede che le Autorità di vigilanza richiedano la procedura detta di “risoluzione”. Quest'ultima, tra le altre misure, include il famigerato “bail-in” ovvero il salvataggio interno che può chiamare in causa, come avviene peraltro di norma per le altre società di capitali, i soggetti che in diverse forme hanno fornito capitale alla banca in crisi. I primi a dover intervenire sono naturalmente gli azionisti che potranno pertanto perdere anche tutto il capitale investito, in seconda istanza gli obbligazionisti, cioè i possessori di obbligazioni emesse dalla banca, infine i correntisti per la parte eccedente 100.000 euro a depositante. Nel dettaglio un preciso schema di priorità definisce dove devono essere reperite le risorse, secondo il criterio che ogni categoria è coinvolta ove le risorse della categoria precedente non siano state sufficienti.

Nell'ordine:

1. Azioni e altri strumenti finanziari ad esse assimilabili (ad esempio obbligazioni convertibili)
2. Titoli subordinati senza garanzia (ad esempio le obbligazioni subordinate)
3. Crediti non garantiti (ad esempio le obbligazioni ordinarie non garantite)

4. I depositi superiori ai 100.000 euro per la parte eccedente tale cifra. Il doveroso sommario riassunto sugli aspetti tecnici della normativa suggerisce una innovazione che sia dal punto di vista sostanziale che dal punto di vista psicologico potrebbe avere importanti conseguenze di tipo finanziario e commerciale.

Se fino ad oggi la liquidità “detenuta” presso le banche, soprattutto sotto forma di obbligazioni e ancora di più come depositi, era in certo modo garantita o vissuta come tale, d’ora in poi, giusto o sbagliato che sia, rientra a tutti gli effetti nella categoria degli investimenti con i rischi che questo implica. Così come quando in seguito ad un fallimento di qualunque società, dopo gli azionisti, possono rimetterci i loro crediti anche obbligazionisti e altri creditori, anche in ambito bancario potrà avvenire un procedimento analogo.

E se questa assimilazione appare facilmente comprensibile quando si fa riferimento alle obbligazioni emesse dalla banca, è utile un ulteriore cenno sulla natura sostanziale dei depositi. Vissuti intuitivamente come un parcheggio di liquidità, sono invece anch’essi una forma di credito verso la banca, ed è questa natura che ne giustifica il coinvolgimento in caso di crisi particolarmente grave del debitore (la banca appunto). La garanzia rimane comunque assicurata fino a 100.000 euro grazie al noto fondo interbancario.

Tale mutamento di prospettiva apre oggettivamente ampi spazi di mercato per i prodotti finanziari alternativi ad obbligazioni e depositi bancari privi ormai della loro specificità e protezione dal rischio. Molti prodotti assicurativi, ad esempio, potrebbero essere oggi più attrattivi come fonte di diversificazione e come alternativa di investimento per i depositi di entità rilevante che, come detto, oltre i 100.000 non sono garantiti dal fondo interbancario.