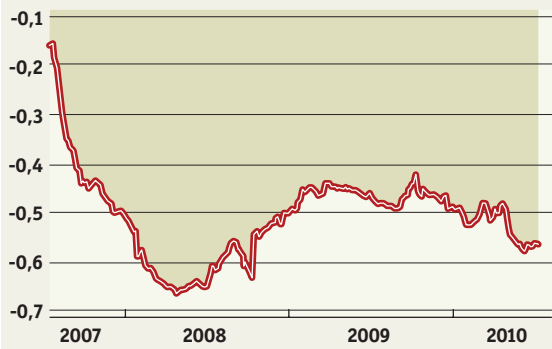


CONGIUNTURA

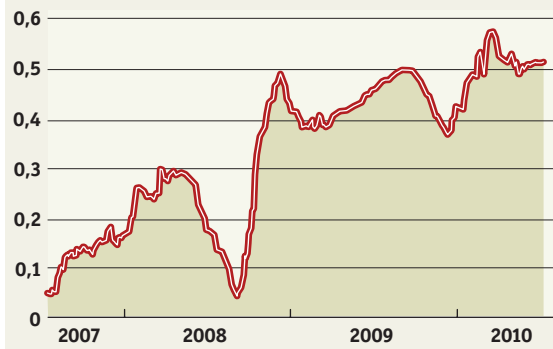
Dj EuroStoxx50 ed EuroBund

Correlazione a tre anni - Fonte: Bloomberg



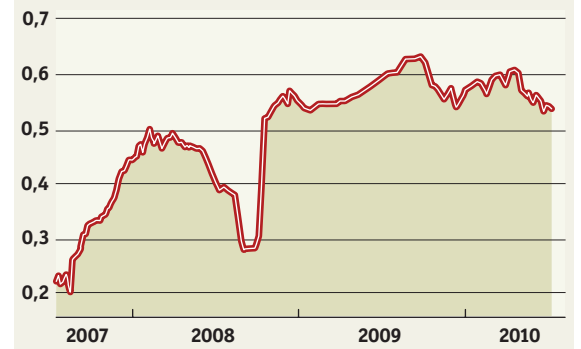
Dj EuroStoxx50 e petrolio Wti

Correlazione a tre anni - Fonte: Bloomberg



Dj EuroStoxx50 e rame (Cmx)

Correlazione a tre anni - Fonte: Bloomberg



CORRELAZIONI

Mercati verso una nuova normalità

Le relazioni fra gli asset finanziari sono in continuo cambiamento. Ma ora si stanno ripristinando alcuni legami storici. Ad esempio azioni e bond

MASSIMILIANO MALANDRA

Correlazioni che vanno, correlazioni che vengono. Le interrelazioni fra le diverse asset class, azioni, obbligazioni, valute e materie prime negli ultimi mesi si sono modificate a volte in modo anche sostanziale. La crisi finanziaria e la sua evoluzione hanno infatti allentato relazioni che si credeva consolidate, avviato nuove correlazioni che in alcuni casi sono poi tornate nuovamente nell'oblio. L'analisi intermarket diventa così sempre più difficile e volatile. E il rischio è quello di seguire, per abitudine, tendenze che in realtà non hanno più ragione d'essere.

UN PO' DI STATISTICA. Ma cosa si intende esattamente per correlazione? Con questo termine, in statistica, si intende una relazione fra due variabili: a ciascun valore della prima corrisponde con una certa regolarità un valore della seconda. Non si tratta necessariamente di un rapporto causa-effetto, ma semplicemente della tendenza di una variabile a muoversi in funzione di un'altra. Può variare fra -1 (massima correlazione negativa) e +1 (livello estremo di correlazione positiva): in realtà i due estremi sono più che altro teorici e difficilmente si riscontrano nella pratica se non in casi particolari e per brevi periodi. Un dato positivo e superiore a 0,5 dà in buona misura una conferma della dipendenza diretta delle due attività finanziarie, e l'opposto (buona dipendenza inversa) si può dire nel caso si riscontrino un valore negativo e inferiore a -0,5.

VECCHIE CORRELAZIONI. «Nell'ultimo anno ho notato una diminuzione della correlazione diretta tra Dax e Fib, e anche tra Europa e America - commenta Alessandro Aldrovandi, trader privato da oltre 10 anni e autore di alcuni libri di analisi tecnica - Se un asset o un indice saliva di più, l'altro presentava invariabilmente movimenti più smorzati. Anche la correlazione inversa tra Dax ed Euro-

Correlazioni a sei mesi fra i principali asset finanziari

Elaborazioni B&F su dati Bloomberg

	EUROST.50	S&P500	AUD-YEN	EURO-\$ USA	ORO (SPOT)	PETROLIO WTI	EURO BUND	RAMME
Eurost.50		0,680	0,572	0,260	0,111	0,614	-0,671	0,529
S&P500	0,804		0,843	0,439	0,145	0,598	-0,515	0,403
Aud-Yen	0,661	0,699		0,414	0,068	0,543	-0,505	0,476
Euro-\$ Usa	0,429	0,526	0,442		0,028	0,417	-0,256	0,306
Oro (spot)	0,301	0,411	0,356	0,661		0,273	-0,088	0,304
Petrolio Wti	0,417	0,500	0,497	0,564	0,415		-0,511	0,575
Euro Bund	-0,457	-0,377	-0,494	-0,120	0,007	-0,231		-0,387
Rame	0,560	0,521	0,553	0,517	0,549	0,616	-0,276	

La matrice qui sopra riporta le relazioni esistenti fra le varie asset class. Nella parte superiore, i valori di correlazione calcolati da Bloomberg sono riferiti agli ultimi sei mesi (dal 13 gennaio al 13 luglio 2010), in quella inferiore, invece, ai sei mesi precedenti, vale a dire dal 13 gennaio 2009 fino al 13 gennaio 2010.

Correlazioni a tre mesi fra i principali asset finanziari

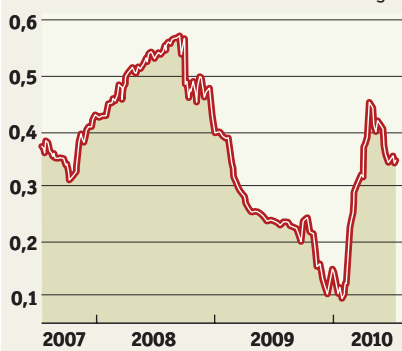
Elaborazioni B&F su dati Bloomberg

	EUROST.50	S&P500	AUD-YEN	EURO-\$ USA	ORO (SPOT)	PETROLIO WTI	EURO BUND	RAMME
Eurost.50		0,706	0,581	0,228	-0,042	0,610	-0,750	0,534
S&P500	0,584		0,863	0,455	-0,085	0,566	-0,615	0,349
Aud-Yen	0,541	0,773		0,437	-0,168	0,513	-0,581	0,437
Euro-\$ Usa	0,362	0,416	0,371		-0,359	0,358	-0,318	0,212
Oro (spot)	0,431	0,624	0,529	0,584		0,048	0,035	0,099
Petrolio Wti	0,658	0,707	0,638	0,531	0,579		-0,642	0,535
Euro Bund	-0,478	-0,251	-0,314	-0,139	-0,278	-0,270		-0,435
Rame	0,545	0,543	0,585	0,474	0,573	0,634	-0,291	

La matrice qui sopra riporta le relazioni esistenti fra le varie asset class. Nella parte superiore, i valori di correlazione calcolati da Bloomberg sono riferiti agli ultimi tre mesi (dal 13 aprile al 13 luglio 2010), in quella inferiore, invece, ai tre mesi precedenti, vale a dire dal 13 gennaio fino al 13 aprile 2010.

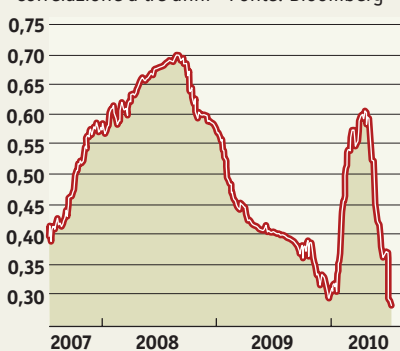
Oro spot e petrolio

Correlazione a tre anni - Fonte: Bloomberg



Oro spot ed euro/dollaro

Correlazione a tre anni - Fonte: Bloomberg



Bund, cosiccome quella tra azionario e materie prime, aveva subito un processo di allentamento: e infatti salivano oppure scendevano entrambe».

«Le correlazioni non sono mai stabili - ricorda il consulente indipendente (e collaboratore di B&F) Wladimir Biasia - ma si può osservare come un aumento della volatilità tenda in genere ad allentare interrelazioni anche consolidate». «Sono delicate e pericolose perché mutevoli - rincara Jason Goepfert, fondatore e presidente di Sundial Capital Research, società che si occupa di ricerche nel campo della psicologia delle masse e delle loro applicazioni pratiche in campo finanziario - Guardando come alcune di esse cambiano, anche solo nell'arco di pochi mesi, mi fanno pensare che assomiglino molto a un oscillatore. E infatti, personalmente, non mi fido molto, in particolare quando finiscono sotto i riflettori dei media, visto che in genere è il momento in cui iniziano a perdere affidabilità».

E a volte anche legami che storicamente si sono dimostrati sempre validi perdono significato. «Un esempio è la relazione diretta fra oro e dollaro - continua Biasia - Negli ultimi mesi si è improvvisamente volatilizzata e ormai i due asset appaiono decisamente scorrelati. Il rafforzamento del dollaro è coinciso con una fase di consolidamento dell'oro: e così i record assoluti se calcolato in dollari sono stati registrati in tempi diversi rispetto a quelli segnati in euro o in franchi svizzeri».

LE VALUTE. «Un benchmark cui tutti gli operatori facevano riferimento a partire dalla seconda metà del 2007 era il cambio fra yen e dollaro neozelandese e australiano - ricorda Biasia - Il movimento fra le due valute era il vero termometro del carry trade dei fondi hedge e infatti a ogni caduta o ripresa dello yen faceva seguito, a distanza di uno o due giorni, un movimento contrario di Wall Street. Poi nel 2009 il deleveraging generalizzato ha ridotto se non annullato questa correlazione. Legame che si è invece riproposto quest'anno».

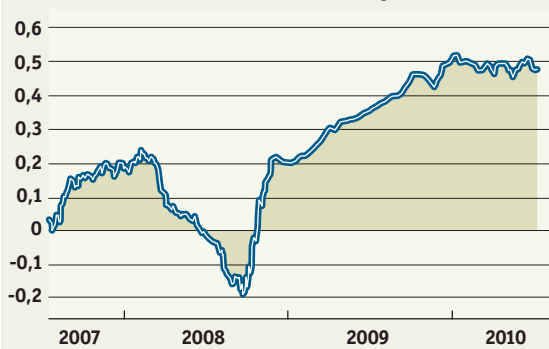
«È un termometro ancora valido ma che ha perso in parte la propria efficacia - ag-

S&P500 e Dj EuroStoxx50

Correlazione a tre anni - Fonte: Bloomberg

**S&P500 e cambio euro/dollaro**

Correlazione a tre anni - Fonte: Bloomberg

**S&P500 e cambio aud-yen**

Correlazione a tre anni - Aud: dollaro australiano



giunge Giovanni Lapidari, un altro che da anni ha fatto del trading la propria professione - Tuttavia nell'intraday mantiene inalterata la propria attualità: quando euro e dollaro Usa scendono contemporaneamente contro lo yen, ecco che scatta il segnale, anche solo momentaneo, di aumento del rischio e di calo dell'azionario».

BONDE CRB. In questo momento, quindi, sono subentrati altri segnali che funzionano per ora da driver efficaci e da segnali anticipatori affidabili ai movimenti delle Borse: «Svanito ormai il legame forte fra euro e Borse, ora sembra che a funzionare bene sia il tema dell'inflazione/deflazione - aggiunge Goepfert - E i bond sono il termometro adatto: la correlazione a tre mesi fra S&P e rendimento del Treasury decennale è ora ai massimi degli ultimi 10 anni almeno, e vale 0,96». Ma una relazione simile vale anche in Europa? «Si nota un aumento del Bund e contemporaneamente un calo del petrolio quando le commodity ritracciano - risponde Giovanni Lapidari - E di contraltare una discesa del future sull'obbligazionario tedesco e una ripresa delle materie prime nel momento in cui la discesa dello yen segnala una ripresa dei listini». A tornare in auge - in termini di indicatori anticipatori - quindi sono anche le commodity. «Le quotazioni del rame negli Usa, in particolare nell'intraday, sono un ottimo benchmark per l'azionario», spiega Giovanni Lapidari. «La correlazione fra S&P e l'indice Crb che solo a maggio valeva 0,3 ora è balzata a 0,9 ma evidentemente non sappiamo fino a quando durerà», aggiunge Goepfert.

DOW E BALTIC. La teoria di Dow, dei primi anni del '900, originariamente non era utilizzata per prevedere movimenti e prezzi dei titoli, ma era focalizzata sull'utilizzo dei trend generali in atto sul mercato per valutare le condizioni generali del business: l'indice Dow Jones Industrial tastava il polso al comparto della produzione, mentre il Dow Transportation controllava che le merci fossero effettivamente movimentate. Ora, su scala globale, un termometro simile lo si può ancora trovare nel Baltic Dry, l'indice che misura i prezzi dei noli. «Il Baltic tende a funzionare come indicatore anticipatore e precedere l'andamento dell'azionario - aggiunge Biasia - Ha percorso i minimi di marzo delle Borse dando il primo segna-

le di ripresa e segnalando la fine della crisi». Ora però il Baltic è in un ampio trading range che segnala indecisione. «Lo scorso anno la Cina ha fatto incetta di materie prime approfittando anche dei prezzi bassi, ora ha ridotto gli acquisti e questo si propaga sull'indice dei noli - spiega Lapidari - Le correlazioni trovano giustificazioni macroeconomiche e l'ampia fase

laterale del Baltic si riflette anche inevitabilmente sui listini azionari».

RITORNO ALLE ORIGINI. Commodity che si muovono in linea con l'azionario, Borse e bond con andamenti opposti, che ora stia tornando tutto alla normalità? Lo conferma Alessandro Aldrovandi: «La cosa più interessante è che dopo questa im-

prevedibile fase di cambiamento, da qualche settimana sembra che stiano per tornare le vecchie correlazioni: l'azionario riprendersi, il bund scendere dall'incredibile 1,30 nonostante i tassi a zero, l'oro scendere sotto 1.200, ecc... Insomma per il futuro un ritorno alla normalità del passato, con una sana analisi intermarket come Dio comanda», conclude Aldrovandi.

Matrice di correlazione fra gli indici azionari mondiali

Elaborazioni B&F su dati Bloomberg

	FTSE MIB	DAX	EUROST.50	EURO BUND	DOW JONES	S&P500	NASDAQ100	EURO-\$ USA	ORO (SPOT)	PETROLIO WTI
Ftse Mib		0,893	0,970	-0,762	0,733	0,740	0,746	0,309	-0,042	0,653
Dax	0,899		0,945	-0,726	0,650	0,650	0,672	0,143	0,041	0,613
Eurost.50	0,955	0,967		-0,750	0,703	0,706	0,723	0,228	-0,042	0,610
Euro Bund	-0,462	-0,456	-0,478		-0,608	-0,615	-0,580	-0,318	0,035	-0,642
Dow Jones	0,546	0,612	0,576	-0,256		0,993	0,960	0,449	-0,101	0,535
S&P500	0,563	0,617	0,584	-0,251	0,975		0,969	0,456	-0,084	0,566
Nasdaq100	0,468	0,540	0,488	-0,257	0,888	0,912		0,388	-0,061	0,527
Euro-\$ Usa	0,306	0,360	0,362	-0,139	0,349	0,416	0,305		-0,357	0,359
Oro (spot)	0,332	0,443	0,431	-0,278	0,601	0,624	0,511	0,584		0,049
Petrolio Wti	0,628	0,635	0,658	-0,270	0,667	0,707	0,549	0,531	0,579	

La matrice qui sopra riporta le relazioni esistenti fra gli indici azionari. Nella parte superiore, i valori di correlazione sono calcolati sugli ultimi tre mesi (dal 13 aprile al 13 luglio 2010), in quella inferiore sui tre mesi precedenti (dal 13 gennaio al 13 aprile 2010).

ANALISI QUANTITATIVA**AAA, cercasi Alpha disperatamente**

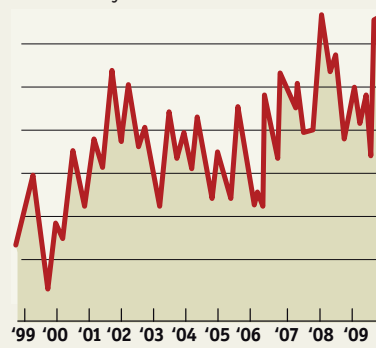
Tempi duri per i gestori attivi. La ricerca dell'alfa assomiglia molto ormai a quella del santo Graal. La correlazione fra indice S&P e la media dei titoli sta aumentando sempre di più e di conseguenza i movimenti del paniere delle blue chip statunitensi vengono replicati sempre più fedelmente dai singoli membri. Tanto che mai dal bimestre ottobre-novembre 2008 si è avuta una relazione diretta così stretta fra titoli e indice. Lo dimostra il grafico (riportato qui sotto), elaborazione della casa di ricerche e investimenti Birinyi Associates, che rileva come nell'arco degli ultimi due mesi le azioni sembrano diventate «tossiche», nel senso che nessuno sembra volerle acquistare. E in un mercato che appare impostato al ribasso le azioni che si muovono in controtendenza sono ormai sempre più rare. E quindi anche chi fa stock picking rischia di doversi rassegnare, almeno per il momento. A conferma di questa tesi vi è anche l'elaborazione fatta da B&F su dati Bloomberg e riassunta nella tabella in

basso. Se infatti i titoli con un alpha positivo calcolato a sei mesi era di 337 a maggio 2009 (67% del totale) e ora di 297 (59% dei 500 dell'S&P), la mancanza di azioni outperformer diventa chiara guardando a quanti avevano (e hanno) un alpha maggiore di 0,3 e di 0,5. Nel primo caso erano 111 (22% del totale) e ora sono solo 12 (2,4%), mentre quelli sopra 0,5 di alpha erano 32 (6,4% del totale) e ora non ve ne è nessuno.

Insomma, trovare ora i titoli più forti è diventato un terno al lotto. Ma non bisogna disperare, assicura Birinyi: i livelli di correlazione raggiunti a fine 2008 a posteriori sono risultati insostenibili e infatti la de-correlazione successiva è stata violenta. E questo potrebbe rappresentare un altro possibile indicatore anticipatore: il segnale che in realtà il peggio sembra ormai essere alle spalle. Almeno per un po'. **M.M.**

Correlazione S&P e titoli

Fonte: Birinyi Associates

**Alpha ed S&P500**

Evoluzione del numero di titoli più forti

	MAG '09	SET '09	GEN '10	LUG '10
Alpha >0	337	293	292	297
	67,4%	58,6%	58,4%	59,4%
Alpha >0,3	111	35	13	12
	22,2%	7,0%	2,6%	2,4%
Alpha >0,5	32	12	2	0
	6,4%	2,4%	0,4%	0,0%