

LA GESTIONE ATTRAVERSO IL RISK BUDGETING ATTIVO: COME AFFRONTARE UNO SCENARIO CARATTERIZZATO DA TASSI DI INTERESSE BASSI SENZA RINNEGARE LE PROPRIE CONVINZIONI



GUIDO BOLLIGER, PH.D
Quantitative Portfolio Manager

“Attualmente, più di cinque miliardi di dollari di debito pubblico vengono negoziati a tassi negativi. Anche se questa situazione potrà durare svariati decenni, come in Giappone, i tassi negativi producono effetti nefasti sul rendimento dei portafogli multi-asset. I tassi di interesse bassi riducono anche il potenziale di diversificazione delle obbligazioni presenti nei portafogli, in quanto aumentano le correlazioni tra gli attivi a rischio e le obbligazioni.”



CLAUDE CORNIOLEY, PH.D
Quantitative Portfolio Manager

LA FINE DELLA GESTIONE BILANCIATA TRADIZIONALE

La gestione bilanciata consiste nel diversificare il proprio capitale ripartendolo su più classi di attivi, in modo da raggiungere un obiettivo di rendimento a lungo termine. In altre parole si tratta di applicare alla lettera il principio secondo il quale “non bisogna puntare tutto su un'unica carta”. Generalmente, l'allocazione in obbligazioni è compresa tra il 40 e il 60%, mentre il capitale restante viene ripartito in classi di attivi più rischiose quali azioni, credito, immobiliare e veicoli alternativi. Questo genere di approccio risulta particolarmente debole per fronteggiare le attuali l'attuale contesto economico. In primo luogo, il rendimento di questi portafogli è destinato a diminuire a causa dei tassi estremamente bassi. In secondo luogo, a seguito della diminuzione del potere di diversificazione delle obbligazioni, il rischio e il “drawdown” a loro legati aumenteranno. La crisi finanziaria del 2008 ha già consentito di accertare la vulnerabilità di questi portafogli dinanzi a un'improvvisa “ri-correlazione” fra le classi di attivi.

IL “RISK BUDGETING” PASSIVO

I metodi di prima generazione basati sul rischio sono stati ampiamente utilizzati dopo la crisi finanziaria del 2008 e rappresentano una risposta diretta ai problemi incontrati dalla gestione bilanciata tradizionale nel periodo. Il loro obiettivo è di evitare un'eccessiva concentrazione delle fonti di rischio e, in tal modo, gestire attivamente la volatilità dei portafogli. Questi metodi si fondano su un postulato estremamente forte: sul lungo periodo, tutte le classi di attivi presentano il medesimo profilo di rischio/rendimento. Di conseguenza, prescindono completamente dal rendimento futuro (ossia dal livello di valorizzazione) degli attivi.

Esistono diversi metodi di allocazione basati sul rischio. Il più noto è l'approccio “risk-parity” che consiste nel ripartire il rischio del portafoglio per classi di attivi in

modo equiponderato. L'allocazione del capitale che ne deriva crea una sovrapponderazione degli attivi poco rischiosi e scarsamente correlati agli altri attivi presenti nel portafoglio.

Gli investimenti gestiti con questo tipo di approccio hanno ottenuto risultati eccellenti durante gli ultimi dieci anni, sia in termini di rendimento assoluto che in termini di profilo di rischio/rendimento. I principali fattori che spiegano questo buon risultato sono l'efficace diversificazione del rischio dei portafogli così gestiti, ma anche la loro fortissima sovrapponderazione sui titoli di Stato. Il Grafico I illustra la composizione ottimale di un portafoglio “risk-parity” che assegna la stessa proporzione di rischio alle obbligazioni e alle azioni svizzere, con un obiettivo di volatilità annualizzata del 10%. Il calcolo è stato effettuato in data 31 dicembre 2015 sulla base di dati storici triennali per gli indici SBI AAA-BBB e SPI.

Dalla lettura del Grafico I emerge che un portafoglio di questo tipo potrebbe non rappresentare la migliore soluzione nell'attuale contesto di tassi d'interesse estremamente bassi. Inoltre, per raggiungere l'obiettivo di volatilità è necessaria una leva molto elevata.

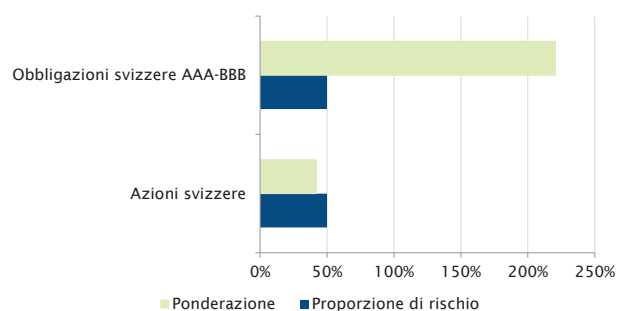


Grafico I: Composizione di un portafoglio “risk parity”
in azioni e obbligazioni svizzere

IL “RISK BUDGETING” ATTIVO

I metodi di allocazione di seconda generazione basati sul rischio rimettono in discussione il concetto secondo cui tutte le classi di attivi producono sul lungo termine un rendimento identico e adeguato al rischio. Infatti, la performance delle diverse classi di attivi viene influenzata da due componenti macroeconomiche i cui effetti durano generalmente più anni: la crescita e l'inflazione. In un contesto deflazionistico (debole crescita/decrecita e inflazione negativa), per esempio, i titoli di Stato generano una performance superiore a quella delle azioni. Per contro, in un contesto pro-ciclico (forte crescita e forte inflazione), le azioni e le materie prime producono di solito un rendimento superiore a quello delle obbligazioni sovrane.

Nell'ambito di un “risk budgeting” attivo, la componente di rischio attribuita a ogni classe di attivi non è più determinata unicamente dal rischio stesso, ma dipende anche dal contesto macroeconomico e, di conseguenza, dai punti di vista sulla rendimento futuro di ogni classe. Si evitano quindi ponderazioni eccessive su attivi sopravvalutati con deboli prospettive di rendimento futuro. Questo approccio resta tuttavia molto protettivo in termini di gestione del rischio e limita fortemente l'impatto negativo che deriva dai sentimenti e dall'errore umano nei casi in cui la costruzione del portafoglio si fonda unicamente su valutazioni macroeconomiche.

L'approccio utilizzato è rappresentato nell'esempio (in forma semplificata) qui sotto. In questo caso, il concetto viene espresso sotto forma di rendimento atteso rappresentato nella seconda colonna della tabella. La terza colonna della tabella rappresenta il budget di rischio risultante dal rendimento atteso. L'ultima colonna rappresenta la differenza fra il capitale allocato attraverso l'approccio del budget di rischio attivo e l'approccio passivo nel quale tutte le classi di attivi presentano un budget identico (“risk-parity”).

Classe di attivi	Rendimento atteso	Budget di rischio		Peso Attivo meno peso Risk Parity
		Attivo	Risk Parity	
Azioni svizzera	5%	19%	17%	2%
Azioni Mondo	10%	37%	17%	5%
Obbligazioni Svizzera	1%	2%	17%	-13%
Obbligazioni Estero	2%	3%	17%	1%
Patrimonio immobiliare Svizzera	3%	11%	17%	2%
Patrimonio immobiliare Estero	8%	28%	17%	4%

Tabella 1 : Allocazione in base al budget di rischio attivo rispetto alla “risk-parity”

I budget di rischio attribuiti alle classi di attivi il cui valore atteso è elevato (modesto) sono superiori (inferiori) a quello dell'approccio “risk-parity”. Nell'esempio illustrato, ciò si traduce in una forte diminuzione del peso delle obbligazioni svizzere in favore soprattutto delle azioni estere e dell'immobiliare estero. Invece, il peso delle obbligazioni svizzere non è nullo e una parte dell'allocazione viene trasferita sulle obbligazioni estere benché il rendimento atteso di queste ultime sia solo leggermente superiore a quello delle obbligazioni svizzere. Questo esempio illustra perfettamente l'influenza del fattore di rischio nel processo di allocazione che consente di mantenere un buon livello di diversificazione del rischio e di rispettare il budget della volatilità del portafoglio, integrando al contempo le stime di investimento.

SYZ Asset Management gestisce fondi e mandati che adottano un approccio fondato su un'allocazione attiva del rischio dal 2003. I budget di rischio sono stabiliti sulla base di punteggi (preferenze) attribuiti a ogni classe di attivi dal comitato d'investimento. Ciò consente di ottenere portafogli fortemente diversificati dal punto di vista del rischio restando al contempo esposti alle fonti di rischio più redditizie.

Anche se la volatilità dei prodotti basati sul rischio viene gestita in modo attivo, talvolta i portafogli possono subire perdite importanti e difficilmente sopportabili dagli investitori. Tali perdite che possono prodursi quando tutte le classi di attivi calano contemporaneamente, come avvenne nella primavera del 2013 durante il “tapering della Fed”. Ecco perché la soluzione di investimento basata su un'allocazione attiva del rischio viene integrata da una gestione dinamica del “drawdown” dei portafogli.

CONCLUSIONE

In un contesto economico caratterizzato dall'estrema volatilità dei mercati, in cui il numero di strumenti a rendimento periodico è in diminuzione e le fonti di diversificazione si stanno esaurendo, il peso della gestione del rischio nel processo di investimento è probabilmente destinato ad aumentare. Un processo di investimento che integra il rischio non è antinomico rispetto a una gestione basata su convinzioni forti. Al contrario, gli approcci “risk-based” attivi permettono di esporre i portafogli alla valutazione diretta del gestore, spesso la più oculata in materia di rischio, ottimizzando così il rapporto rischio/rendimento.

Guido Bolliger

Quantitative Portfolio Manager

Claude Cornioley

Quantitative Portfolio Manager