

Seminario tecnico MEFOP 2012

## **Nuovi approcci al benchmark e gestione della volatilità**



Credit Suisse Asset Management  
17 Aprile 2012

# Agenda

- “New Normal Environment: Challenges Investors Face” - N.Foscari
- “Target Volatility: Gestione attiva basata sulla volatilità” - G.Patara
- Q&A

# New Normal Environment: Challenges Investors Face

Nicolo' Foscari  
Credit Suisse Asset Management – New York

# Attuale scenario fondamentale

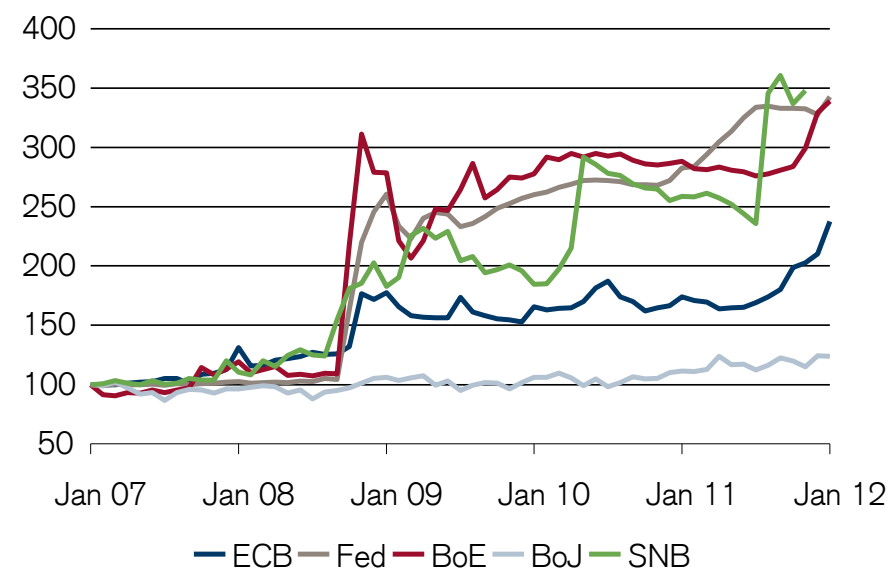
Crescita ferma al potenziale e continua espansione dei balance sheet

## GDP e Inflazione

|                 | GDP  |      | Inflazione |      |
|-----------------|------|------|------------|------|
|                 | 2012 | 2013 | 2012       | 2013 |
| <b>US</b>       | 2.3  | 2.0  | 1.9        | 1.7  |
| <b>Eurozone</b> | -0.5 | 1.7  | 1.9        | 1.6  |
| <b>UK</b>       | 0.7  | 2.5  | 3.0        | 2.5  |
| <b>Japan</b>    | 1.4  | 1.6  | -0.3       | -0.1 |
| <b>China</b>    | 8.0  | 8.2  | 4.4        | 4.5  |
| <b>Global</b>   | 3.4  | 4.2  | 3.7        | 3.6  |

## Balance Sheet Banche Centrali

Central bank assets, indexed, 1 gennaio 2007 = 100



- Le banche centrali di tutto il mondo sono intervenute per calmierare la portata della contrazione economica
- I mercati finanziari e il sentiment degli investitori sono stati in larga parte dipendenti dagli annunci da parte delle Banche Centrali riguardo a politica monetarie convenzionali e non

Source: IMF, Datastream, Credit Suisse/IDC

# Definire il “New Normal”: bassa crescita e incremento della volatilità

## Bassa crescita nelle economie sviluppate

Tendenziale aumento della disoccupazione

Austerità fiscale e controllo della spesa

Ingenti liabilities pubbliche → invecchiamento demografico, aumento dei costi sociali, pensionistici e della sanità

## Interconnessione del mercato dei capitali

Blocchi di investimenti spostati tra asset class e regioni geografiche

Legame finanziario tra le varie istituzioni bancarie

Concentrazione del rischio sistemico

## Ruolo attivo dei governi nel mercato dei capitali

Aumento della regolamentazione per far fronte agli squilibri nazionali

Aumento delle transazioni delle Banche Centrali attraverso operazioni dirette sul mercato

## Deleveraging

Trend di diminuzione dello stato debitorio a livello pubblico e privato

Impatto sulla crescita futura

# Quali le implicazioni per gli investitori?

## In un contesto di New Normal, gli investitori affrontano nuove sfide

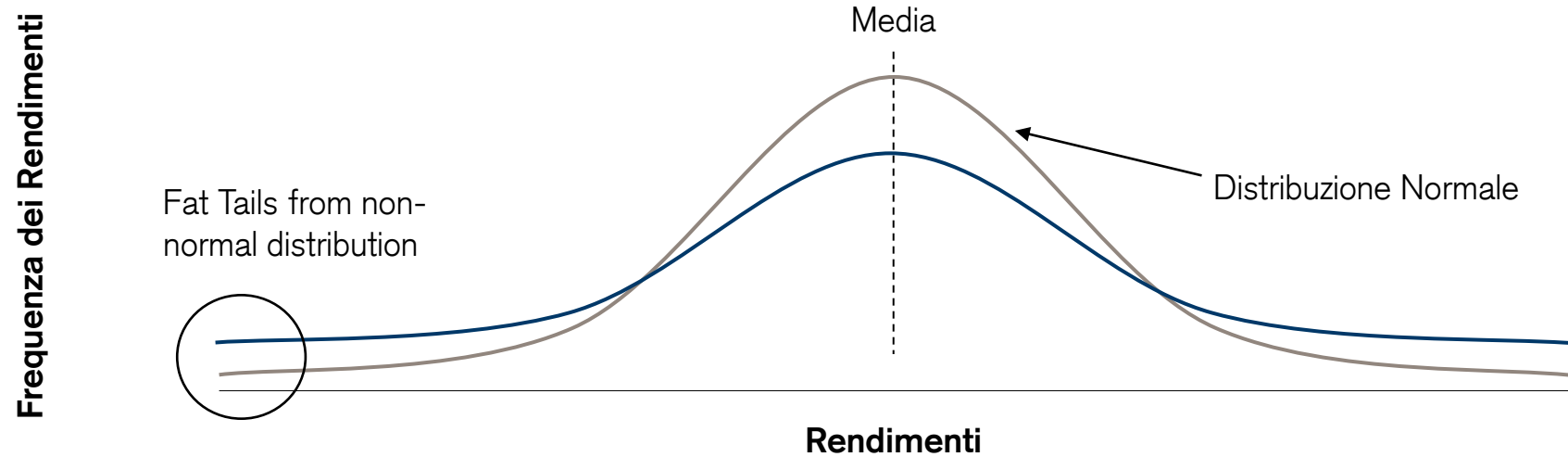
Periodi risk-on/risk-off

Maggior frequenza di eventi “estremi” (three-sigma events)

Minori movimenti di Mean Reversion

Distribuzioni caratterizzate da code spesse (“fat-tailed”)

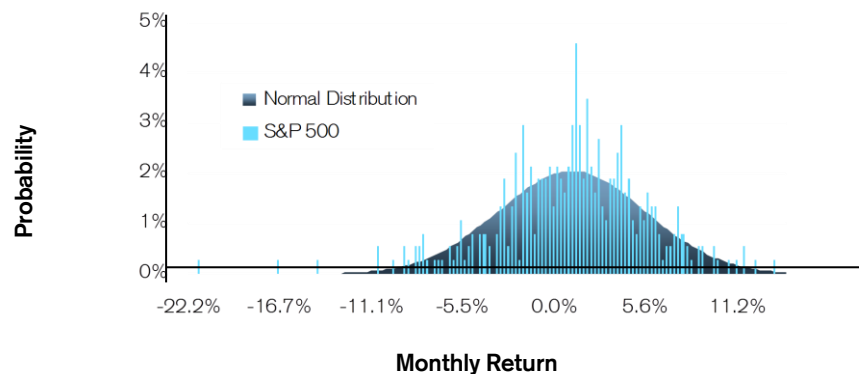
## Cambiamento dei modelli di volatilità e correlazioni



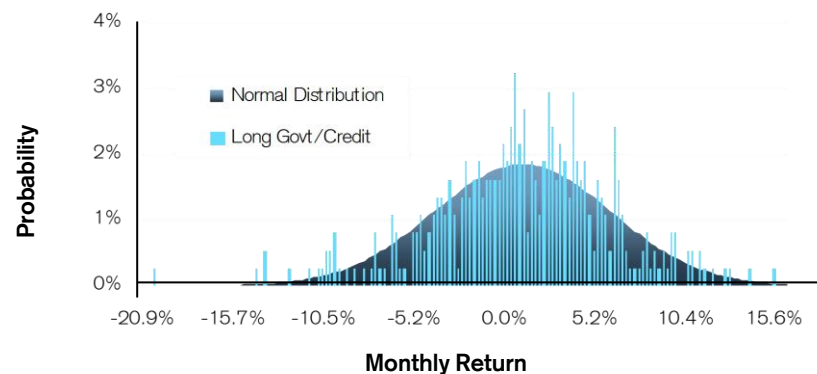
Source: Credit Suisse AM-ISS Team

# Distribuzione dei rendimenti realizzata puo' differire dalla «normalità»

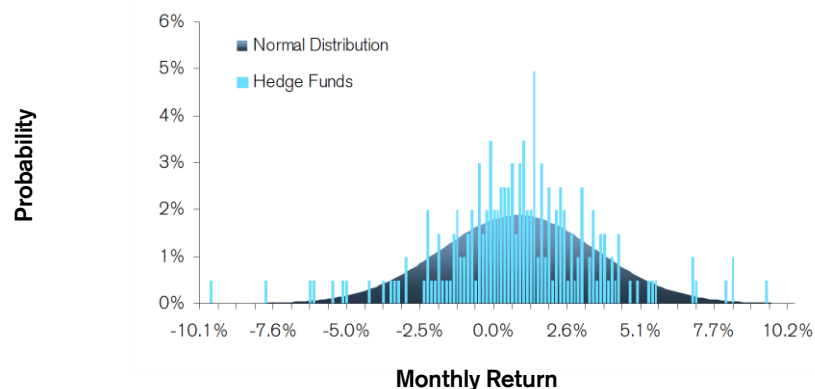
## S&P 500 Return Distribution



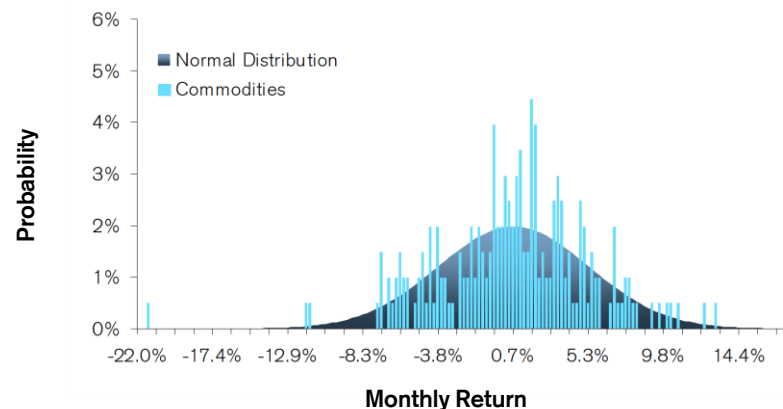
## Long Govt/Credit Return Distribution



## Hedge Fund Return Distribution



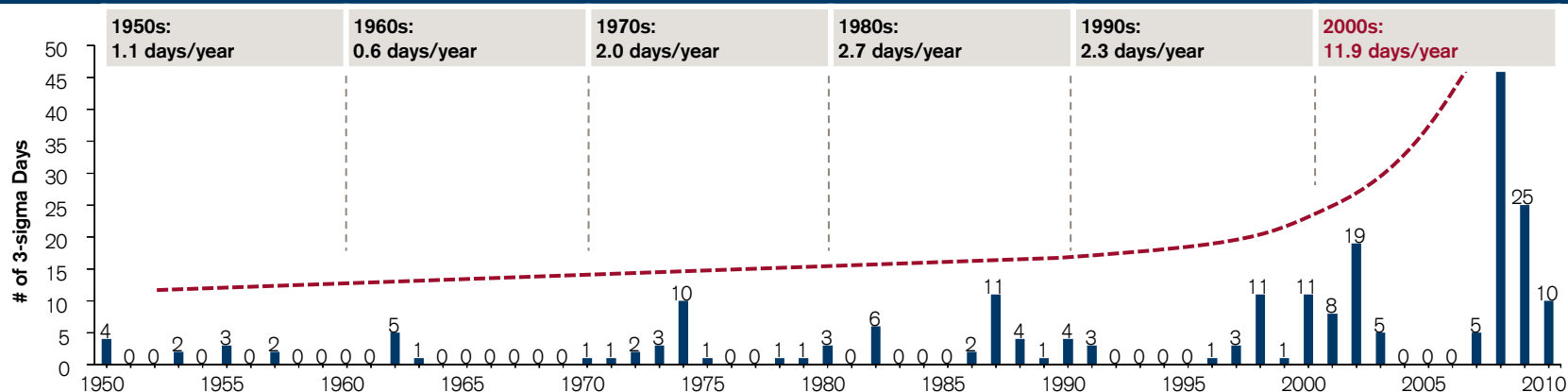
## Commodities Return Distribution



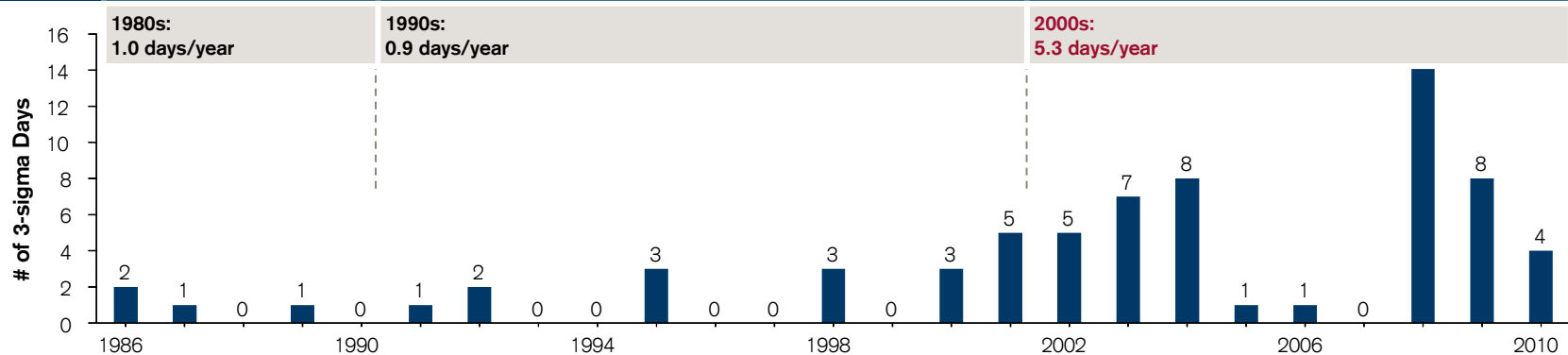
Source: Morningstar, Credit Suisse AM-ISS team. Data range from January 1980 (where available) to December 2011

# Eventi estremi (three-sigma) accadono con maggiore frequenza

## US Equity (S&P 500 Index)



## Global Fixed Income (JP Morgan Global Bond Index)

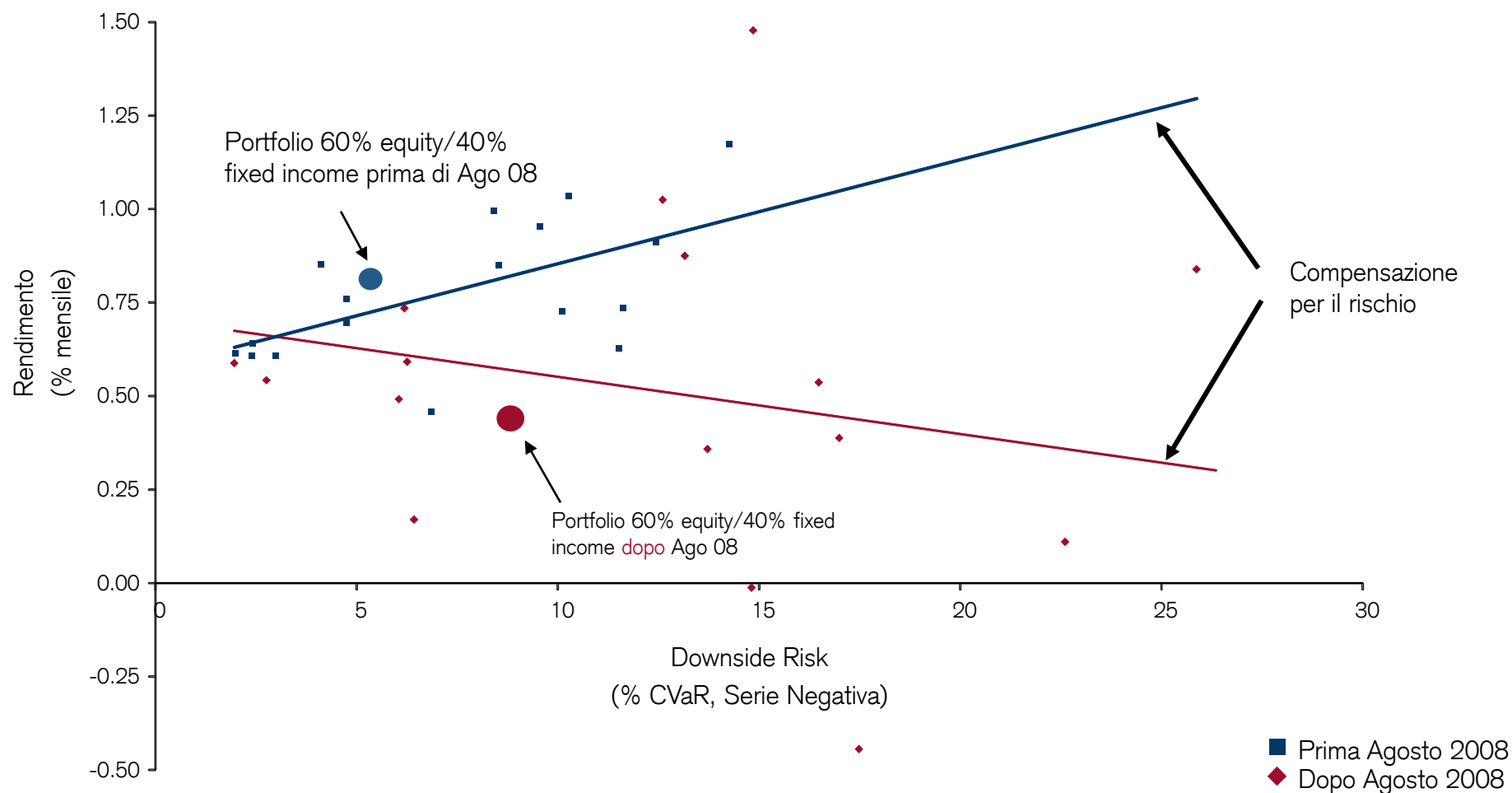


SourceSource: Bloomberg. Last data point: December 31, 2010.



# Gli investitori non sono compensati per il downside risk

Misurare la relazione tra rendimenti e downside risk (Conditional VaR)



Source: CSAM-ISS team, Morningstar. Based on monthly data from January 1986 to December 2011. 60/40 portfolio represents 60% in S&P 500 and 40% in BarCap US Aggregate Index.

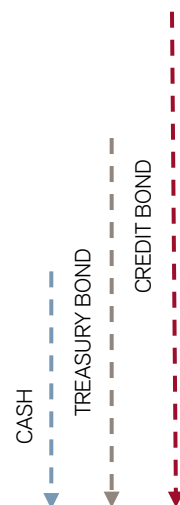
# Sul lungo termine, i premi al rischio nel reddito fisso si sono compressi

## Rendimenti Treasury nel tempo



## Scomposizione degli spread storici

|   | Prima<br>Ago 2008 | Dopo<br>Ago 2008 |
|---|-------------------|------------------|
| <b>Total</b>  | <b>6.38</b>       | <b>5.11</b>      |
| Default<br>Premium<br>(Credit Index –<br>10Yr Trsy) | 1.05              | 2.01             |
| Term<br>Premium<br>(10 Yr Trsy –<br>3Mo Trsy)       | 1.48              | 2.89             |
| Real Interest<br>Rate<br>(3Mo Trsy –<br>inflation)  | 1.14              | -1.48            |
| Inflation<br>(US CPI)                               | 2.71              | 1.69             |

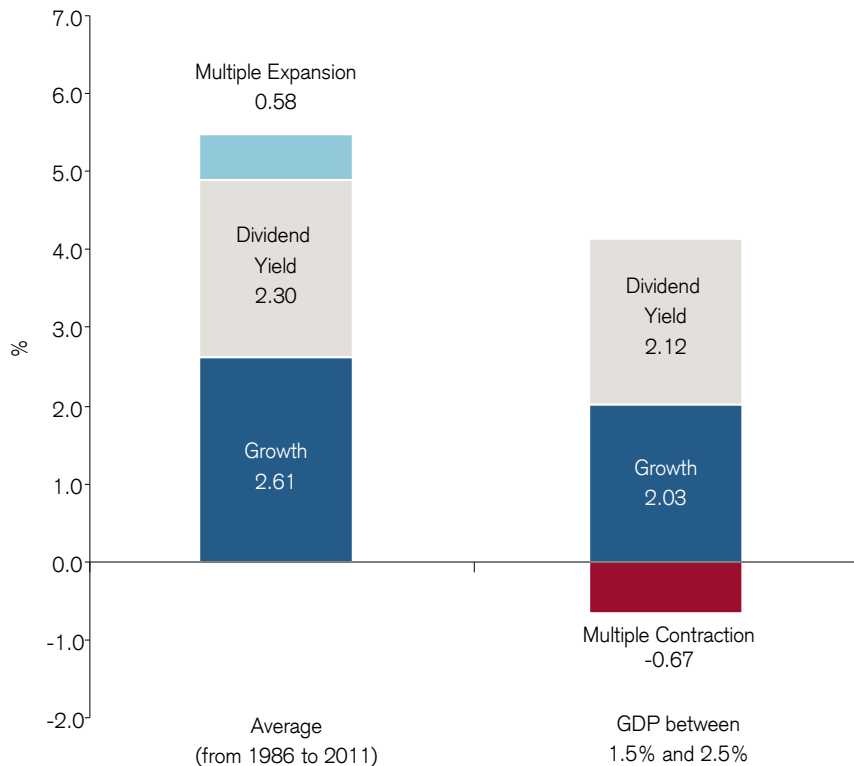


- Trend deflazionistico di lungo termine come conseguenza di lavoro e prodotti a basso costo a causa della globalizzazione
- Rischio di inflazione ridotto come risultato dell'aumento della credibilità delle banche centrali nel combattere la crescita dei prezzi, ma anche presenza di politiche monetarie anticicliche a supporto di una crescita stabile

Source: Bloomberg. Last data point: December 31, 2011

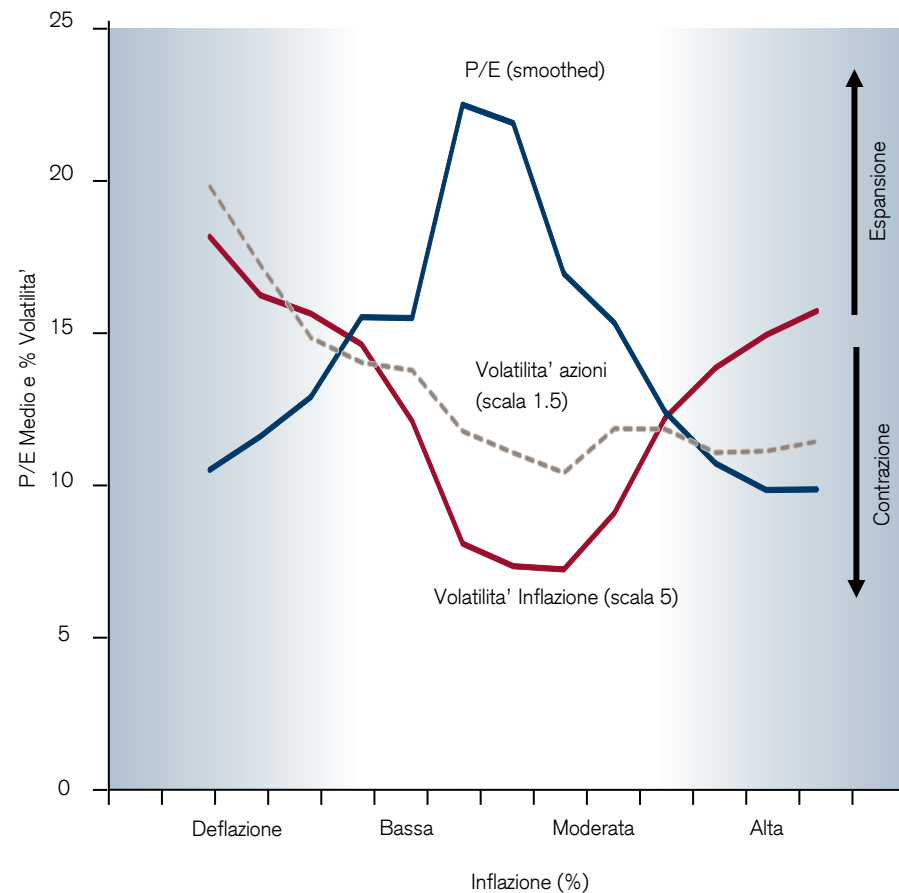
# Azioni US: premi al rischio in diminuzione

## Scomposizione del premio al rischio storico



Equity Risk Premium (%): **5.49** → **3.47**

## Valutazioni del mercato US Equity e Inflazione, 1900–2011



Source: Bloomberg. Last data point: December 31, 2011

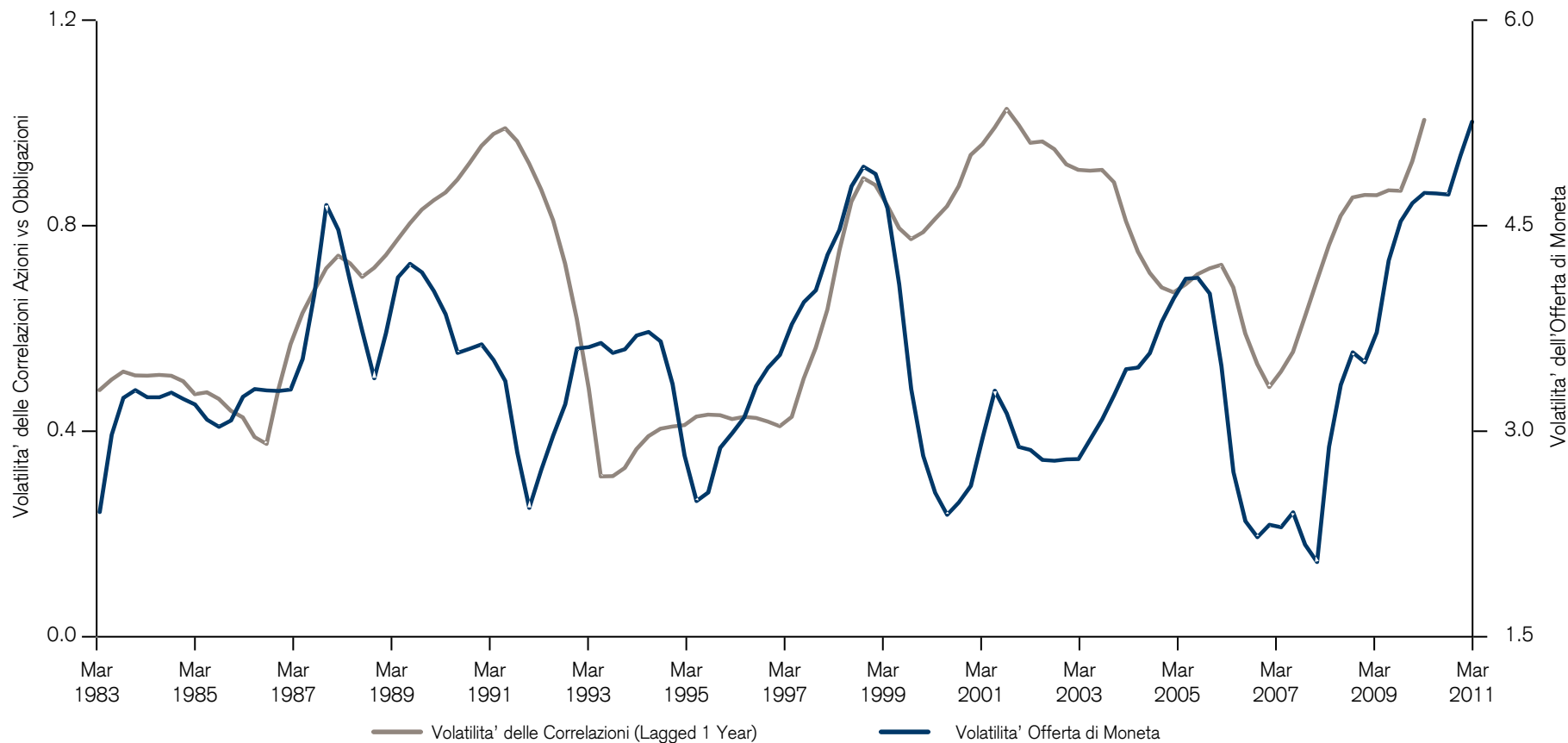
# Come il nuovo scenario impatterà le asset class

| Implicazioni per le Asset Class |  |
|---------------------------------|--|
| <b>Azioni</b>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ritorni contenuti a causa di una riduzione dei premi al rischio</li> <li>■ Maggiore volatilità a causa di periodi risk-on/risk-off</li> <li>■ Incremento del gap di crescita tra economie sviluppate ed emergenti</li> </ul>  |
| <b>Reddito Fisso</b>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Short term rates bassi a causa di politiche di “repression” e domanda strutturale per asset più difensivi</li> <li>■ Volatilità del premio per il credito e il premio duration</li> </ul>   |
| <b>Valute</b>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Aumento della volatilità: debolezza strutturale in regioni economiche chiave</li> <li>■ De-sincronizzazione tra economie sviluppate ed emergenti</li> </ul>   |
| <b>Alternativi</b>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Aumento della domanda per “risk premia” alternativi, specialmente in uno scenario con bassi rendimenti</li> <li>■ Periodi prolungati di inflazione inaspettata attireranno capitali verso strategie di inflation-hedging</li> <li>■ Maggiore attenzione al potenziale di diversificazione e ricerca di rendimenti ortogonali</li> </ul> |

Source: Credit Suisse Asset Management

# La volatilità dell'offerta di moneta può accompagnarsi a nuove problematiche

Volatilità delle Correlazioni Azioni vs Obbligazioni e Volatilità dell'Offerta di Moneta<sup>1</sup> (Rolling 5 Anni)

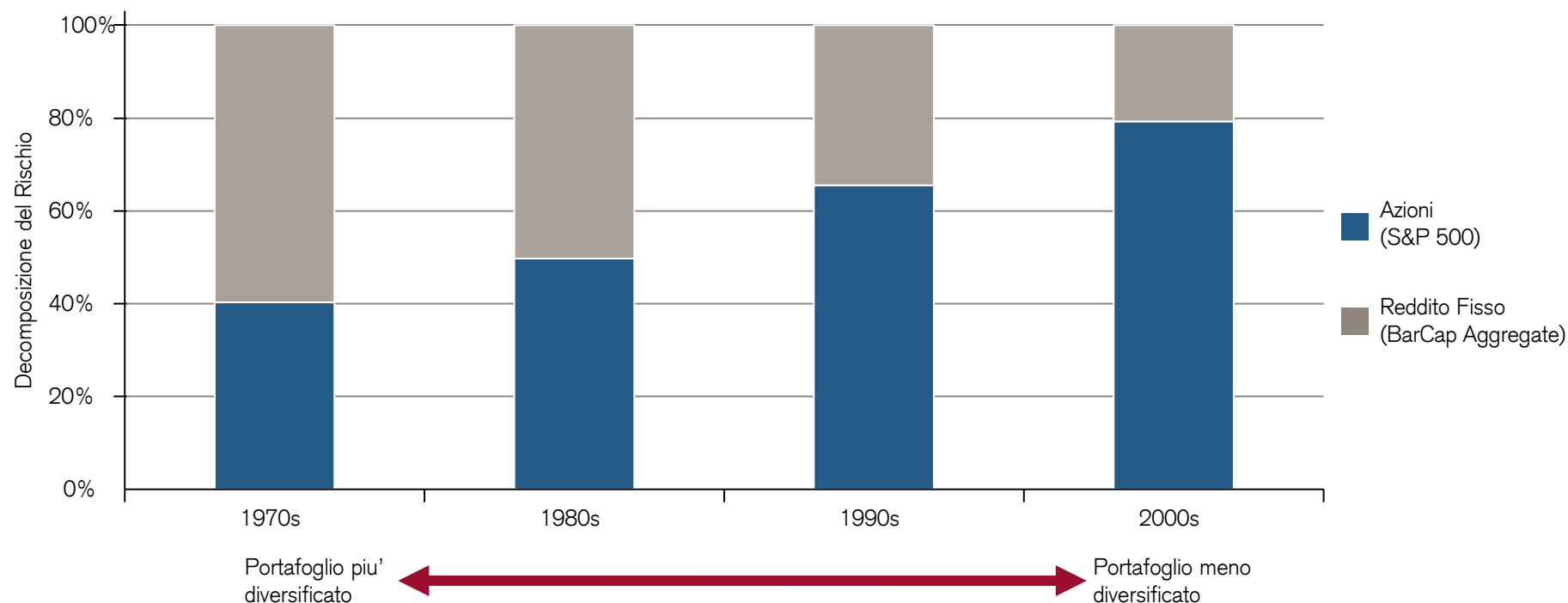


Source: Bloomberg. Last data point: December 31, 2011.

<sup>1</sup> Based on M2 data which represents money and "close substitutes" for money. M2 is a key economic indicator used to forecast inflation. Equity is represented by the S&P 500 Index and bonds are represented by the Barclays Aggregate Bond Index.

# Evoluzione della concentrazione del rischio di Portafoglio

Portafoglio 30% Azioni and 70% Reddito Fisso



| Decomposizione del Rischio per decade: | 1970s | 1980s | 1990s | 2000s |
|--|-------|-------|-------|-------|
| 30% Azioni                             | 40%   | 49%   | 66%   | 79%   |
| 70% Reddito Fisso                      | 60%   | 51%   | 34%   | 21%   |

Source: CSAM-ISS Team. Note that 1970s represent the period from January 1976 (inception of BarCap Aggregate Index) to December 1980.

# Come ottimizzare un Portafoglio per affrontare questi scenari futuri?

## Considerazioni chiave circa le strategie di asset allocation

- Il riposizionamento degli investimenti sarà più frequente e le strategie saranno meno levereggiate
- I risultati di Portafoglio saranno principalmente generati nelle code e l'appetito per il rischio avrà maggiori fluttuazioni
- Le strategie basate sulla Mean Reversion saranno meno profittevoli, in un mondo dove i rendimenti raramente rimangono intorno alla media

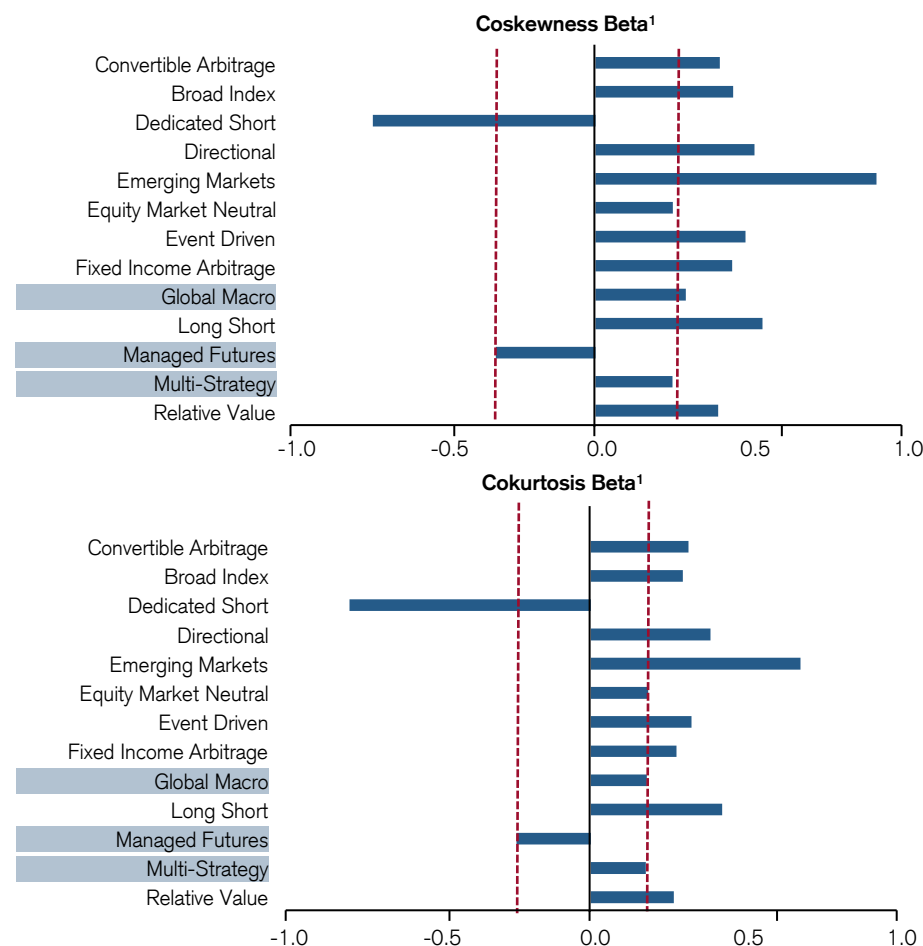
## Tecniche per approcciare la costruzione di Portafoglio

Implementare sinteticamente strategie di Tail Risk Hedging

Selezionare strategie che - unite al beta tradizionale - sono in grado di ridurre il downside risk e mitigare le asimmetrie della distribuzione dei rendimenti (uso dell'extreme value theory per ottimizzare il portafoglio)

Utilizzare strategie che abbiano un approccio dinamico nel misurare e fare targeting della volatilità

# Selezionare e combinare asset class per ridurre il drawdown di Portafoglio



| Statistiche     |              |                   |
|-----------------|--------------|-------------------|
|                 | 100% S&P 500 | CVaR Optimization |
| S&P 500         | 100.00       | 50.00             |
| Managed Futures | -            | 25.00             |
| Multi-Strategy  | -            | 16.50             |
| Global Macro    | -            | 8.50              |
| Total           | 100.00       | 100.00            |

|   |        |        |
|---|--------|--------|
| Rendimento Ann.                               | 8.05   | 8.36   |
| Rischio Ann                                   | 15.72  | 8.83   |
| Rendimento per Unità <sup>1</sup> di Rischio  | 0.51   | 0.95   |
| Rendimento per Unità <sup>1</sup> di Downside | 0.23   | 0.48   |
| Value at Risk (Ann.)                          | -27.13 | -11.92 |
| Maximum Drawdown                              | -50.95 | -29.29 |
| Kurtosis                                      | 0.96   | 0.22   |
| Skewness                                      | -0.66  | -0.42  |

Source: CSAM-ISS team, Morningstar. Based on monthly data from January 1994 to December 2011.

<sup>1</sup> Vs Azioni. Coskewness beta and cokurtosis beta rappresentano la relazione tra i momenti della distribuzione di ciascuna strategia e il corrispettivo momento della distribuzione di un'altra asset class, in questo caso l'azionario.



# Target Volatility

Gestione attiva basata sulla volatilità

Giuseppe Patara  
Credit Suisse Asset Management - Milano

# Cosa distingue l'approccio Target Volatility

Soluzioni tradizionali basate sul benchmark vs. soluzioni basate sulla volatilità

## Mandato orientato al benchmark

Asset allocation tattica basata sulle attese di mercato (view d'investimento) del Credit Suisse

Profilo d'investimento

Benchmark

Definite con la strategia

Sovra-/sottoponderazione di classi d'investimento in funzione delle view d'investimento attuali

Tracking error

**Processo d'investimento**

**Definizione di strategia**

**Posizione neutrale**

**Limiti delle variazioni tattiche**

**Approccio d'investimento**

**Dato chiave sul rischio nel processo d'investimento**

## Target Volatility

Asset allocation tattica basata sulle attese di mercato (view d'investimento) del Credit Suisse

Budget di volatilità massima

Nessuna posizione neutrale

Solitamente nessuna, fasce di oscillazione massime definite dal budget di volatilità

Investimento nelle classi d'investimento più promettenti in funzione delle view d'investimento attuali

Volatilità

# Multi Asset Class Solutions (MACS)

## Processo di investimento

- Il processo è definito con due obiettivi:
  - Permettere agli specialisti di strategia di concentrarsi esclusivamente sulla formulazione delle views di investimento
  - Produrre portafogli efficienti, rispettando tutti i limiti individuali definiti con il cliente

Obiettivo finale

Generare alpha allocando in maniera efficiente il rischio nelle aree di investimento più interessanti

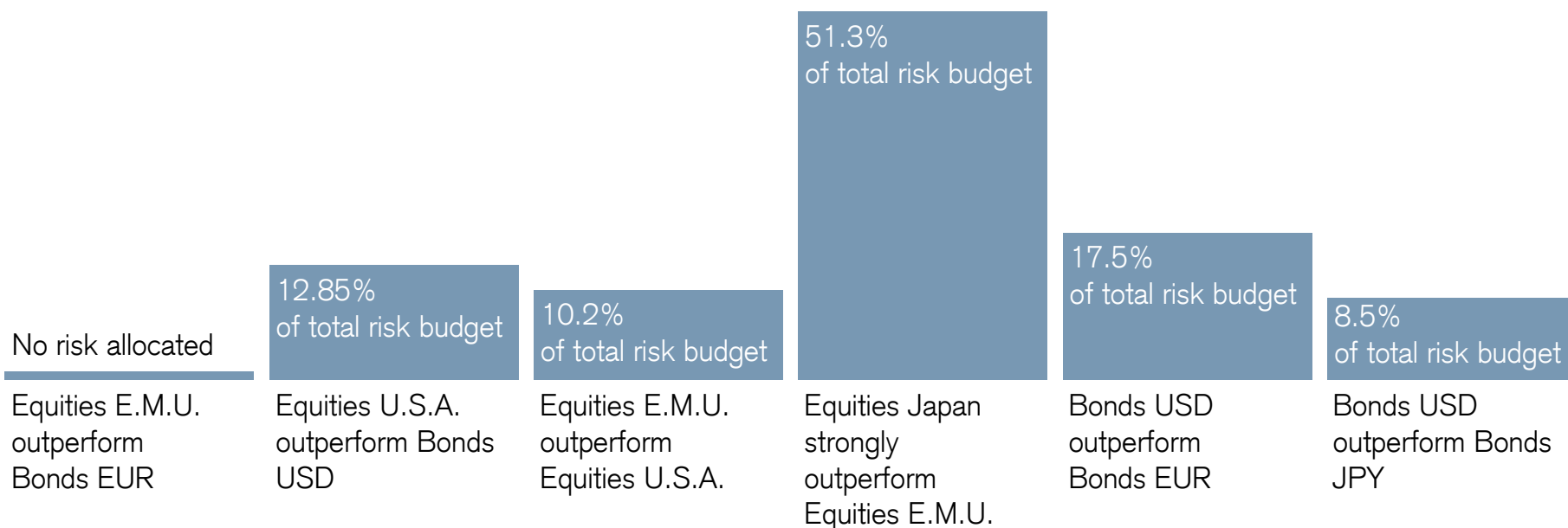


# Processo di investimento

Allocazione efficiente del rischio è garantita da un ottimizzatore quantitativo

Allocare il rischio sulle singole views di investimento con l'obiettivo di:

- Massimizzare l'Information Ratio atteso in base al livello di confidenza nelle views
- Considerare le correlazioni tra le diverse views di investimento
- Indirizzare l'investimento sulle aree ritenute più interessanti
- Monitorare in maniera continua dove si concentra il rischio



Source: Credit Suisse

# Gestione del rischio

Processo d'investimento integrato in una sofisticata gestione del rischio

## 2 Livelli di gestione del rischio

### Definizione dell'asset allocation ottimale

- Individuazione delle aree più attrattive e del livello di fiducia nelle previsioni
- Optimal Risk Budgeting tool, per allocare il rischio in base al livello di volatilità compatibile con il singolo mandato
- Più è alto il livello di fiducia nelle opinioni di investimento, più il rischio dell'asset allocation si avvicina alla volatilità massima utilizzabile

### Costruzione del portafoglio e gestione giornaliera

- RiskMetrics quale strumento per il calcolo del rischio ex ante
- Simulazioni Monte Carlo basate sui rendimenti giornalieri degli ultimi 12 mesi per considerare strumenti asimmetrici
- Forte ponderazione della volatilità di breve termine per integrare le temporanee impennate nella gestione quotidiana del mandato e considerare alterazioni nei regimi delle correlazioni

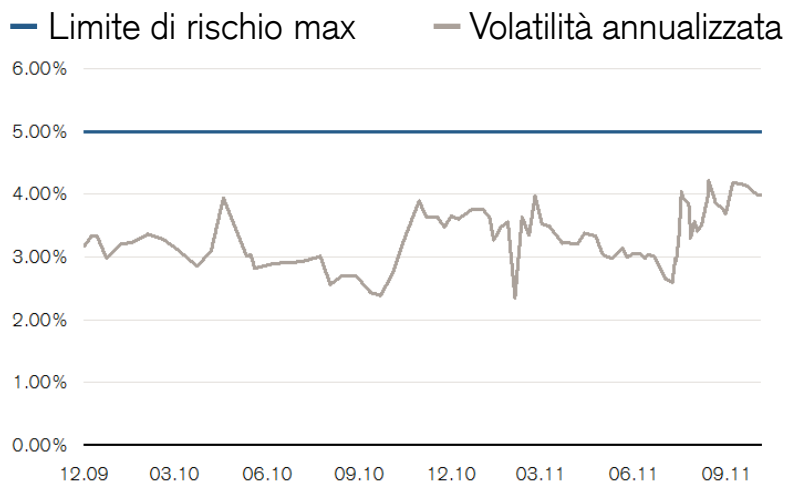
**Revisione ad ogni cambiamento di views di investimento o di fiducia nelle stesse**

**Revisione continua a livello di singoli strumenti**

# Fattori che inducono una riduzione delle attività rischiose

Basati sia su opinioni, sia sulla volatilità

## Fattori di riduzione del rischio



CREDIT SUISSE



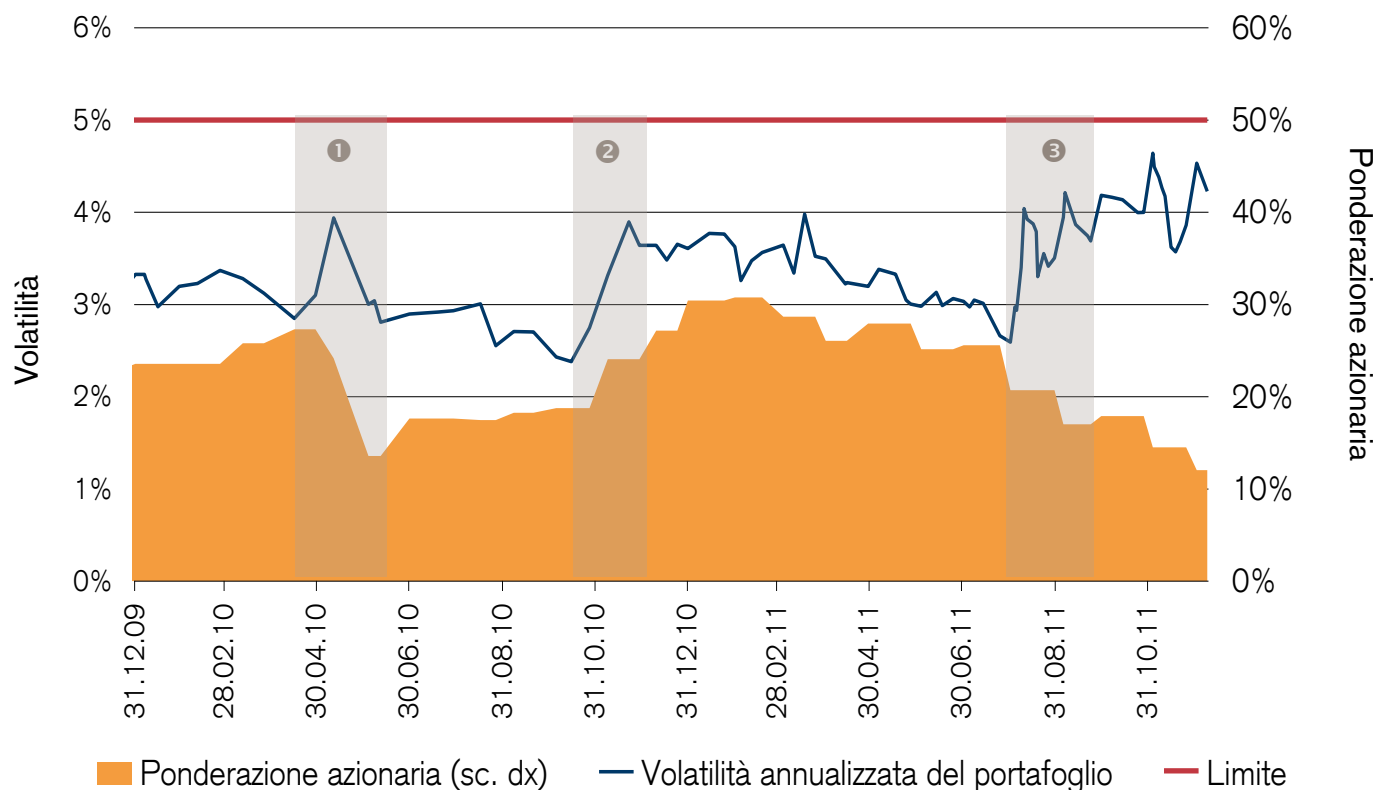
■ Budget di rischio, dipendente dal livello di volatilità dei mercati

■ Variazione nelle view d'investimento  
■ Minore fiducia nelle view d'investimento

- Viene eseguito un "Optimal Risk Budgeting"
- In funzione del budget di rischio individuale consentito dal portafoglio si ha una riduzione delle categorie di investimento rischiose (non necessariamente la quota azionaria)

# Implementazione nella pratica

Ponderazione azionaria del portafoglio in diversi contesti di mercato (esempio)

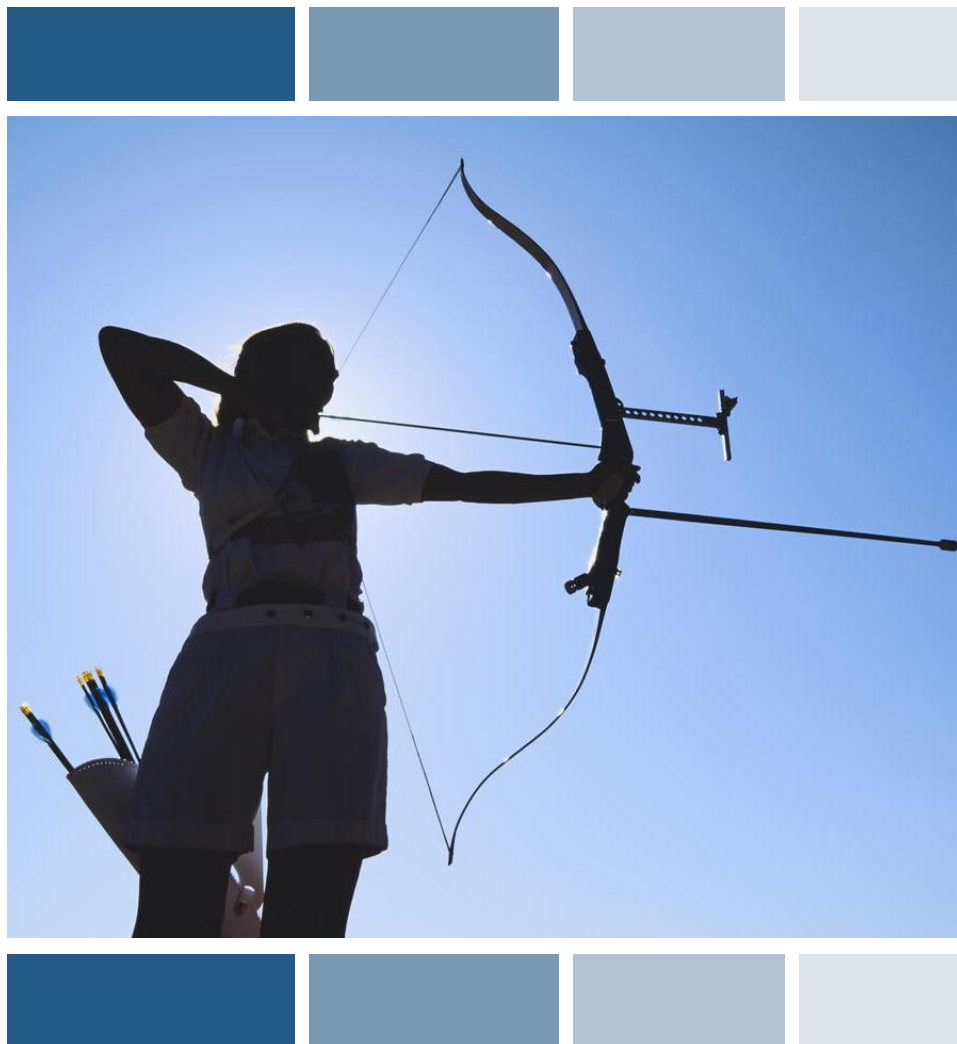


1. Maggio 2010: aumento della volatilità di mercato a causa dell'incipiente crisi del debito europeo → **riduzione della ponderazione azionaria**
2. Ottobre/novembre 2010: decisione attiva di accrescere il rischio a fronte di opinioni d'investimento più ottimistiche → **ampliamento della ponderazione azionaria**
3. Luglio/agosto 2011: aumento della volatilità di mercato e delle correlazioni a causa dell'aggravarsi della crisi del debito europeo → **riduzione della ponderazione azionaria**

# Risk Limit Oriented Solutions

## Rischio di portafoglio a gestione attiva

- Il mandato è incentrato sulla volatilità complessiva del portafoglio e non su di un benchmark prefissato
- L'asset allocation tattica rappresenta il mix di attività ottimale per la volatilità target in base: alle view d'investimento attuali, alla volatilità di mercato e alle correlazioni attese
- La volatilità del portafoglio è gestita continuamente in modo attivo. Se si avvicina al valore massimo in qualsiasi contesto di mercato, il rischio di portafoglio viene ridotto
- La volatilità complessiva è data da ciascun titolo in portafoglio, così da cogliere il rischio reale del portafoglio e tenere in considerazione le alterazioni delle relazioni di correlazione
- Il mandato rispetta i limiti di rischio assoluti, a prescindere dal contesto di mercato





# Appendice

## Biografie

# Biography

## Nicolo' Foscari



Mr. Foscari – Director - Investment Strategies and Solutions group, New York. Nicolò Foscari attualmente lavora a New York nell'Investment Strategy Americas. In precedenza era responsabile della piattaforma azionaria per Credit Suisse in Italia dove ha collaborato allo sviluppo di un fondo total return e gestito tre fondi azionari: uno globale e due sul mercato italiano. Si è dedicato alle strategie d'investimento per portafogli Multi Asset di clienti istituzionali e ha inoltre elaborato soluzioni orientate al benchmark, Value at Risk e total return nell'ambito del processo Multi Asset Class Solutions (MACS). Prima di entrare in MACS, Nicolò ha lavorato presso Credit Suisse London e Merrill Lynch. ha maturato esperienze professionali in diversi paesi europei lavorando in organizzazioni internazionali tra cui l'Unione europea e l'ONU. Ha conseguito la laurea in Economia politica presso l'Università Bocconi di Milano e ha frequentato un corso specialistico in Econometria applicata presso la London School of Economics.

[nicolo.foscari@credit-suisse.com](mailto:nicolo.foscari@credit-suisse.com)

## Giuseppe Patara



Giuseppe Patara, Vice President, dopo aver conseguito la laurea in Economia delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari nel marzo 2004 presso l'Università Bocconi di Milano, frequenta il master in Finanza con specializzazione in metodi quantitativi per gli investimenti presso la School of Economics di Rotterdam, in Olanda. Nel gennaio 2006 entra nel team fixed income del Credit Suisse di Milano, occupandosi di prodotti a rendimento assoluto e gestioni patrimoniali. È inoltre un Chartered Financial Analyst (CFA).

[giuseppe.patara@credit-suisse.com](mailto:giuseppe.patara@credit-suisse.com)

# Disclaimer

Il presente documento è stato realizzato da Credit Suisse con la maggiore cura possibile e al meglio delle proprie conoscenze. Credit Suisse non fornisce comunque alcuna garanzia relativamente al suo contenuto e alla sua completezza e declina qualsiasi responsabilità per le perdite che dovessero derivare dall'utilizzo delle informazioni in esso riportate. Nel documento vengono espresse le opinioni di Credit Suisse all'atto della redazione, che sono soggette a modifica in qualsiasi momento senza preavviso. Salvo indicazioni contrarie, tutti i dati non sono certificati. Il documento viene fornito a solo scopo informativo ad uso esclusivo del destinatario. Esso non costituisce un'offerta né una raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari o servizi bancari e non esonera il ricevente dal fare le proprie valutazioni. Al destinatario si raccomanda in particolare di controllare che tutte le informazioni fornite siano in linea con le proprie circostanze per quanto riguarda le conseguenze legali, regolamentari, fiscali o di altro tipo, ricorrendo se necessario all'ausilio di consulenti professionali. Il presente documento non può essere riprodotto neppure parzialmente senza l'autorizzazione scritta di Credit Suisse. Esso è espressamente non indirizzato alle persone che, in ragione della loro nazionalità o luogo di residenza, non sono autorizzate ad accedere a tali informazioni in base alle leggi locali. Tutti gli investimenti comportano rischi, in particolare per quanto riguarda le fluttuazioni del valore e del rendimento. Gli investimenti in valuta estera comportano il rischio aggiuntivo che tale moneta possa perdere valore rispetto alla moneta di riferimento dell'investitore. I dati storici sulla performance e gli scenari dei mercati finanziari non sono garanzia per i rendimenti attuali o futuri. I dati relativi alla performance non tengono conto delle commissioni e dei costi applicati al momento dell'emissione e del riscatto delle quote. Inoltre, non può essere garantito che l'andamento dell'indice di riferimento («benchmark») sarà raggiunto od oltrepassato. I dati relativi alla performance non tengono conto delle commissioni e dei costi applicati al momento dell'emissione e del riscatto delle quote. L'investimento collettivo di capitale menzionato nella presente pubblicazione è costituito in Lussemburgo come UCITS (OICVM, organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari) in conformità alla Parte I della Legge lussemburghese del 20 dicembre 2002 sugli organismi di investimento collettivo. I soggetti incaricati dei pagamenti per l'Italia sono Allfunds Bank SA, State Street Bank SpA, BNP Paribas Securities Services Milan Branch e Sella Holding Banca SpA. Le sottoscrizioni sono valide esclusivamente sulla base dei prospetti informativi attuali e della relazione dell'ultimo esercizio finanziario (o, se più aggiornata, dell'ultima relazione semestrale). Il prospetto informativo, le condizioni contrattuali e la relazione annuale o semestrale sono disponibili gratuitamente presso tutti i distributori autorizzati.

I RENDIMENTI OTTENUTI IN PASSATO NON COSTITUISCONO ALCUNA GARANZIA PER I RENDIMENTI FUTURI.  
PRIMA DELL'ADESIONE LEGGERE IL PROSPETTO INFORMATIVO.

© 2012 Copyright by Credit Suisse Group e/o delle sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

CREDIT SUISSE (ITALY) S.P.A. - Via Santa Margherita, 3 - 20121 Milano – [italy.csam@credit-suisse.com](mailto:italy.csam@credit-suisse.com) - [www.credit-suisse.com/it](http://www.credit-suisse.com/it)