



Soluzioni per un mandato bilanciato: un nuovo modo di pensare

Andrea Ladogana - Responsabile Linea Diversificata
BNP Paribas Investment Partners SGR S.p.a.



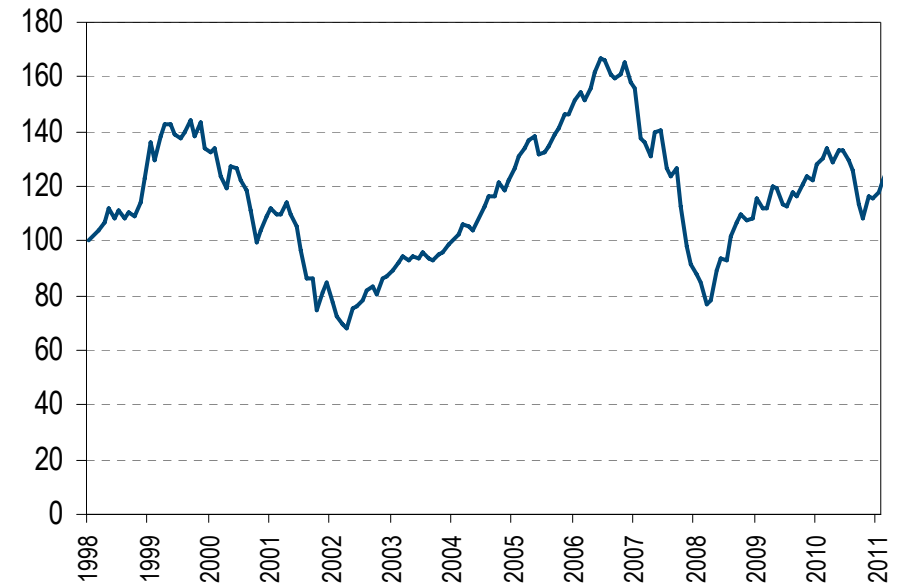


Uno sguardo all'ultimo decennio

- Il 2011 è stato un altro anno di agonia per gli investitori....
- ...che negli ultimi 10 anni, hanno vissuto tre momenti di mercato molto difficili: la bolla tecnologica del 2001/2, la crisi del credito del 2007/8 e la più recente crisi del debito della zona Euro 2011.
- I mercati azionari deludenti hanno lasciato agli investitori il dubbio se le azioni possano offrire rendimenti di lungo periodo interessanti. Allo stesso tempo, i rendimenti delle obbligazioni dei paesi core sono a livelli estremamente bassi.
- La volatilità e le performance dei mercati negli ultimi 10 anni hanno strutturalmente cambiato il contesto d'investimento.
- Il modello tradizionale di gestione bilanciata è stato senza dubbio messo a dura prova.

MSCI Europe (Euros) 31/12/98-31/12/11

(index, 31/12/1998 = 100)



Fonte: Datastream, BNP Paribas Investment Partners



Tendenze nelle gestioni bilanciate

Cosa vediamo oggi sul mercato

- L'esperienza del 2011 ha indotto molti investitori a tornare a delegare le decisioni di asset allocation a gestori specializzati.
- Si sono allargati i limiti di asset allocation, talvolta in maniera asimmetrica con una maggiore attenzione a limitare le perdite piuttosto che a conseguire rendimenti più elevati.
- Gli investitori chiedono esplicitamente una “miglior gestione” dei loro portafogli durante i periodi di crisi.
- In alcuni casi, gli obiettivi di performance sono meno orientati al benchmark e più al rendimento assoluto o ad un obiettivo parametrato all'inflazione.
- Interesse crescente ad approcci “risk-based” (molte discussioni più che pratiche diffuse al momento).
- Anche in Italia la normativa sembra evolvere in tal senso.



Gestioni Bilanciate – *un nuovo modo di pensare*

Quattro idee chiave

1. Approccio dinamico all'asset allocation strategica
2. Maggior flessibilità di breve periodo (“navigare nella tempesta”)
3. Indici Azionari “Smart”
4. Allocazione basata sul rischio piuttosto che sull'esposizione alle diverse classi di attivo



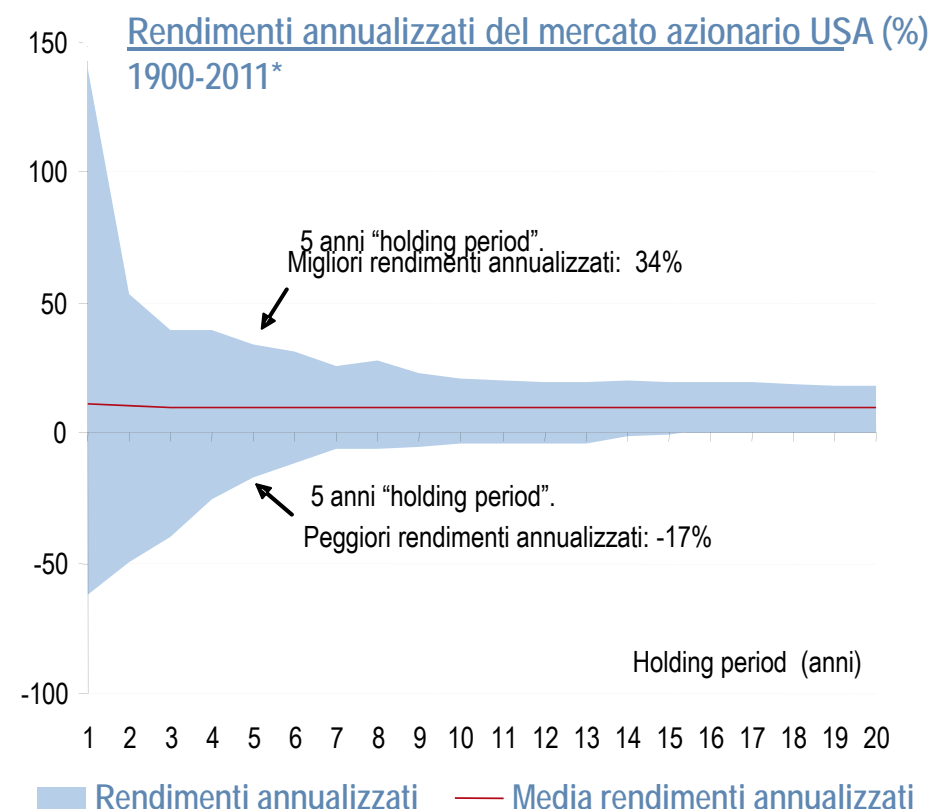
1) Approccio dinamico all'asset allocation strategica

Qual è l'approccio tradizionale?

- L'asset allocation strategica (benchmark) è definita all'inizio del periodo d'investimento e rimane costante nel tempo.
- Si assume che non ci siano benefici nel gestire attivamente l'asset allocation strategica nel tempo (Ipotesi di Mercato Efficiente).

Come viene messo in discussione?

- Un'allocazione statica al mercato azionario può potenzialmente dare rendimenti positivi nel lungo periodo (+10 anni), ma ...
-nel medio periodo (5-7 anni) ci sono notevoli oscillazioni nelle performance, che riducono i guadagni potenziali.
- Le valutazioni sono i fattori trainanti dei rendimenti di medio termine. Pensiamo sia ragionevole attendersi valorizzazioni che tendano verso le medie registrate in un ciclo intero (5-7 anni).



Fonte: Datastream, BNP Paribas Investment Partners

* Fonte: Robert Shiller www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm



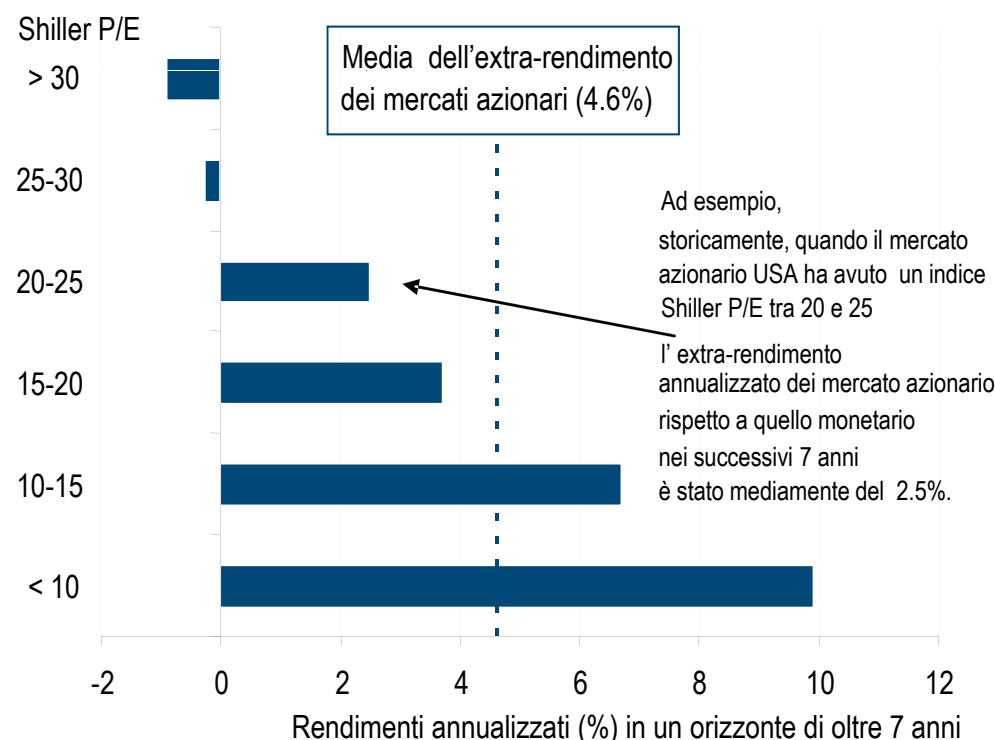
1) Approccio dinamico all'asset allocation strategica



Un nuovo modo di pensare:

- L'asset allocation strategica riflette la tolleranza al rischio e il rendimento atteso nel lungo periodo, ma un approccio dinamico può migliorare il rapporto rischio-rendimento, ottimizzando nel tempo l'utilizzo del budget di rischio.
- Revisioni periodiche (almeno annuali) modificano i pesi delle classi di attivo a seconda che siano "care" o a "buon mercato"**.
- Il rischio (correlazione e volatilità) deve inoltre essere monitorato nel tempo.
- NON è la stessa cosa dell'asset allocation tattica! La performance di breve periodo è guidata da diversi fattori, fondamentali, tecnici, comportamentali e macroeconomici.
- Il processo di revisione dovrebbe valutare opportunità in nuove classi di attivo (per aumentare ulteriormente la diversificazione), sempre che siano permesse dalla regolamentazione e dall'investitore.

Valutazioni come fattore guida dei rendimenti attesi nel lungo periodo *



* Extra-rendimento dell'azionario USA rispetto al mercato monetario (1871-2010)

Fonte: Robert Shiller, BNP Paribas Investment Partners

Nota: l'indice Shiller P/E è il rapporto tra il prezzo dell'azione corretto per l'inflazione e la media degli utili conseguiti nell'ultimo decennio (anch'essi corretti per l'inflazione). Tale indicatore consente di ovviare al problema della ciclicità del P/E tradizionale.

**L'approccio dinamico di BNPP IP all'asset allocation strategica è conosciuto come "Smart Benchmark" ed è basato su una ricerca interna voluta a determinare il rendimento atteso (ed il rischio) per ciascuna classe d'attivo.



2) Maggior flessibilità di breve periodo

Navigare nella tempesta

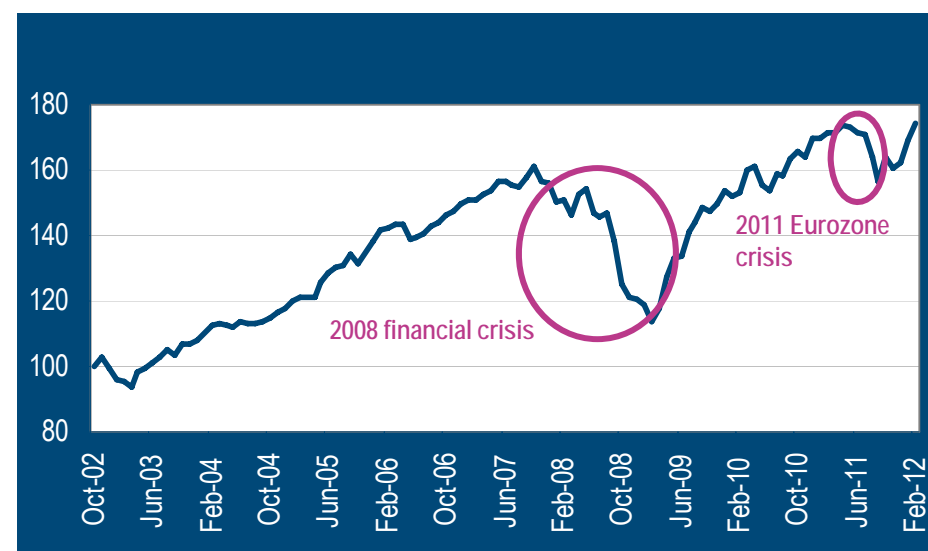
Qual è l'approccio tradizionale?

- L'asset allocation strategica promuove la diversificazione. Presuppone che aggiungere classi di attivo più rischiose non incrementi il rischio globale di portafoglio perchè la correlazione tra le diverse classi di attivo è relativamente bassa.
- L'asset allocation tattica è poi usata per fare degli aggiustamenti a quella strategica in base alle convinzioni di breve periodo.

Come viene messo in discussione?

- La diversificazione funziona nel lungo periodo, ma non necessariamente nel breve, quando lo stress di mercato causa un aumento (spesso prolungato) della correlazione tra attivi rischiosi.
- I margini tradizionali di asset allocation tattica potrebbero non consentire un sottopeso sufficiente a fornire un'elevata protezione in questi periodi.

Performance cumulata dello "Smart Benchmark" (Profilo Bilanciato) del team Global Balanced Solutions



Fonte: BNP Paribas Investment Partners. Il grafico mostra la performance lorda in EUR dal 31/10/02 al 29/02/12 della nostra allocazione "Smart Benchmark" (profilo Bilanciato – composto dal 50% di azionario o equivalente e 50% obbligazionario e alternativi). I rendimenti sono calcolati sulla performance dei relativi indici e non tengono in considerazione i rendimenti generati con l'asset allocation tattica. Le performance passate non sono garanzia di quelle future.



2) Maggior flessibilità di breve periodo

Navigare nella tempesta

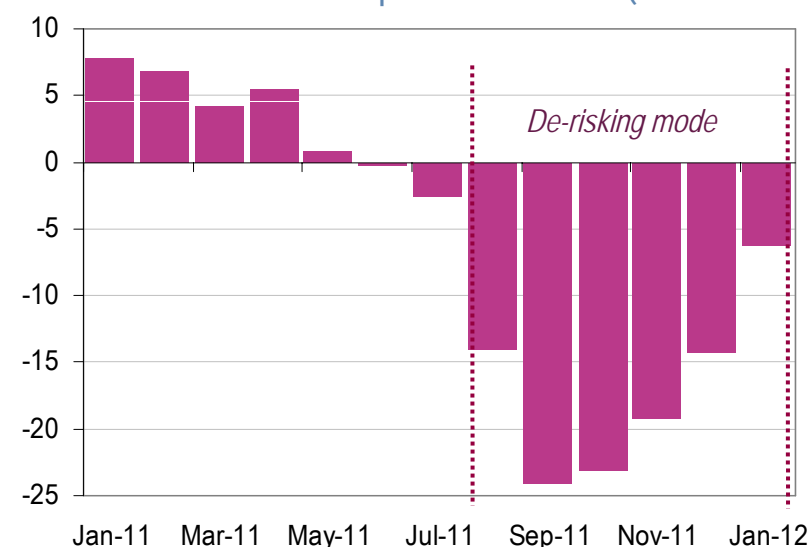


Un nuovo modo di pensare:

- In contesti estremi, considerare forme di protezione aggiuntive nel breve periodo, per preservare il valore del portafoglio....
- ...che prevedono la riduzione dell'esposizione assoluta agli attivi rischiosi (se lo consentono le linee guida).
- Due possibili approcci*:
 - Quantitativo (basato su regole): de-risking automatico per raggiunte perdite o limiti di volatilità.
 - Judgmental: valutazioni qualitative del contesto di mercato che provoca un de-risking automatico.
- Le strategie di riduzione del rischio implicano un compromesso tra potenziale guadagno e contenimento della perdita in termini assoluti. In un contesto di riduzione del rischio, il primo obiettivo è la preservazione del capitale, non la massimizzazione del rendimento. Un tracking error più alto deve essere tollerato.

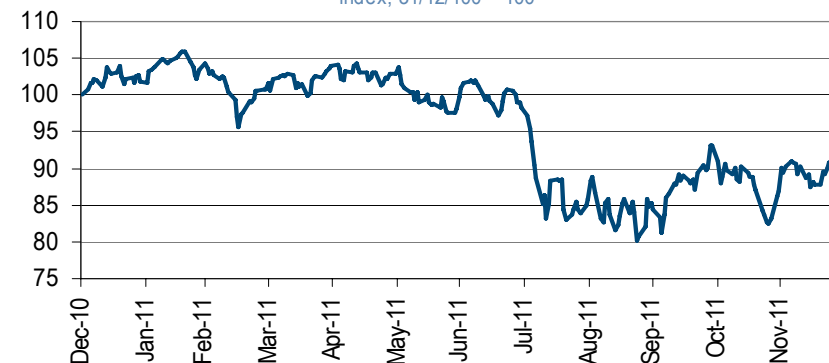
Mandato di un fondo pensione italiano

Deviazioni % delle azioni rispetto al benchmark (Gen 2011–Gen 2012)



MSCI Europe (EUR) 31/12/10-31/12/11

index, 31/12/100 = 100



Fonte Datastream, BNP Paribas Investment Partners

*Entrambi gli approcci sono offerti dal Team Global Balanced Solutions. Ulteriori informazioni disponibili su richiesta.



3) Indici azionari “Smart”

Sfruttare l'anomalia della volatilità

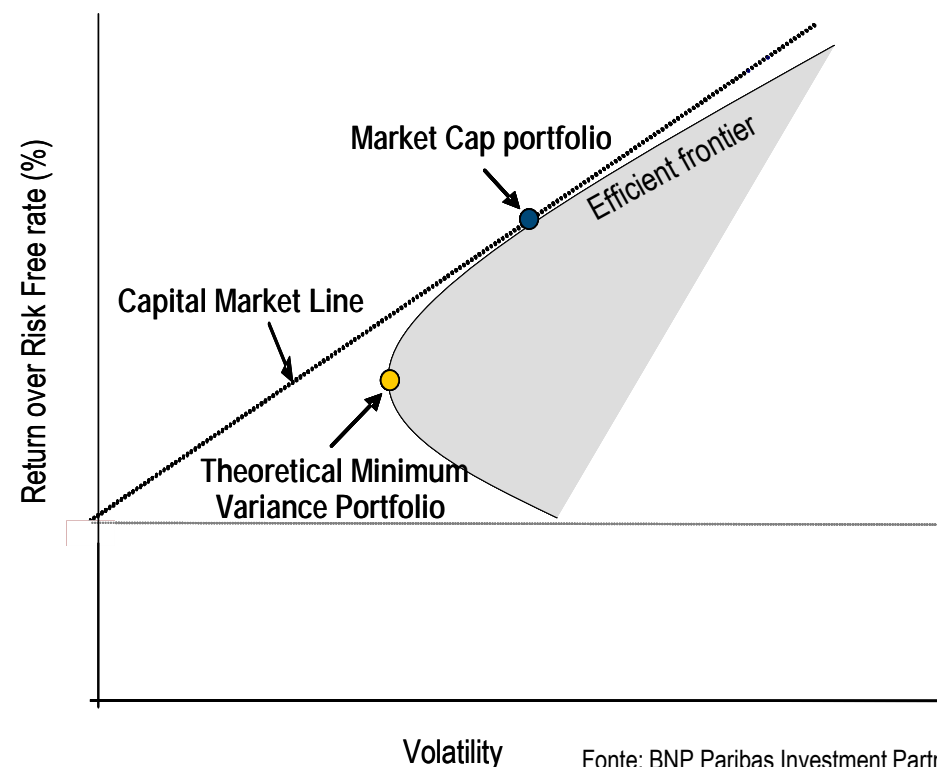
Qual è l'approccio tradizionale?

- Un portafoglio pesato sulla capitalizzazione di mercato è il portafoglio più diversificato e con l'indice di Sharpe più alto (Capital Asset Pricing Model*).
- L'omologazione al CAPM ha portato a far sì che il portafoglio market cap diventasse il benchmark di riferimento.

Come viene messo in discussione?

- Storicamente, il portafoglio “minimum variance”** ha sovraperformato il portafoglio market cap-weighted.
- Questa anomalia è stata osservata nel tempo e sui diversi mercati ma ...
- ...largamente trascurata dagli investitori (nonostante scoperta nel 1972***!), principalmente per fattori comportamentali.

CAPM in teoria



Fonte: BNP Paribas Investment Partners

*Il Capital Asset Pricing Model afferma che il rendimento di un'azione è funzione del tasso risk-free più il premio per il rischio azionario moltiplicato per il beta dell'azione.

**Il portafoglio a “minimum variance” è definito come la combinazione di strumenti finanziari in un dato universo, che presenta il livello di rischio più basso possibile. (rischio definito come varianza che è la volatilità al quadrato)

***Haugen, Robert A. and Heins, A. James, On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Market (December 1, 1972). Disponibile sul sito: <http://ssrn.com/abstract=1783797>



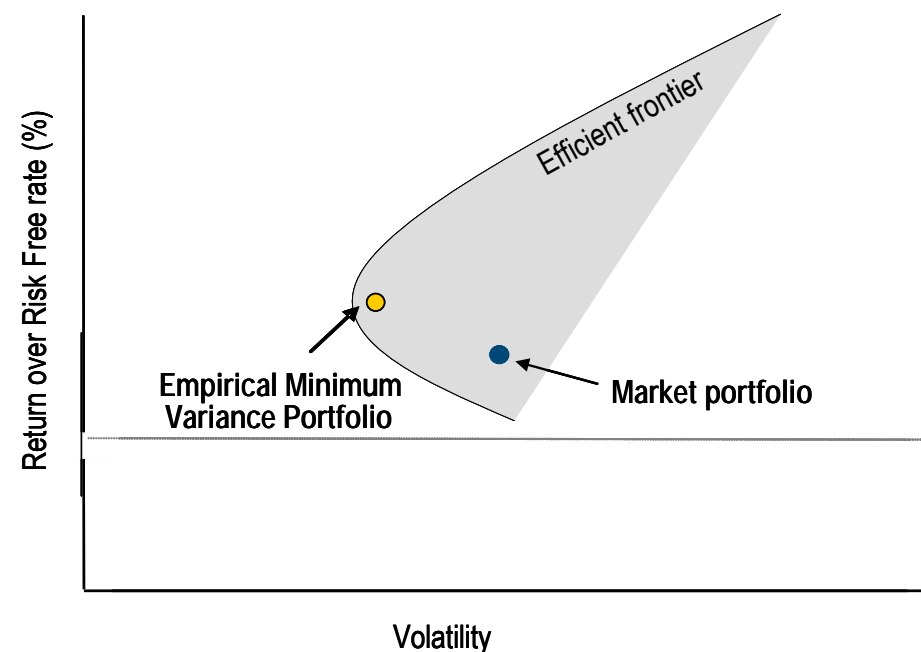
3) Indici azionari “*Smart*”

Sfruttare l'anomalia della volatilità

Un nuovo modo di pensare:

- Impostare la parte azionaria del portafoglio di un mandato bilanciato utilizzando una strategia a minore volatilità per cercare di migliorare il rendimento “aggiustato” per il rischio (Sharpe ratio migliore).
- Adatto per investitori di lungo periodo che cercano un profilo asimmetrico (protezione da mercati al ribasso).
- Diversi modi di investire in azioni a bassa volatilità. La soluzione ideale è funzionale ai limiti dell'investitore (molti investitori hanno vincoli di tracking error rispetto ad un benchmark market cap...).

CAPM in pratica



Fonte: BNP Paribas Investment Partners

Il professor Robert Haugen, pioniere dell'investimento “minimum variance”, è coinvolto attivamente nella ricerca, sviluppo e promozione delle strategie azionarie a bassa volatilità di BNP Paribas



4) Allocazione basata sul rischio piuttosto che sull'esposizione alle diverse classi di attivo



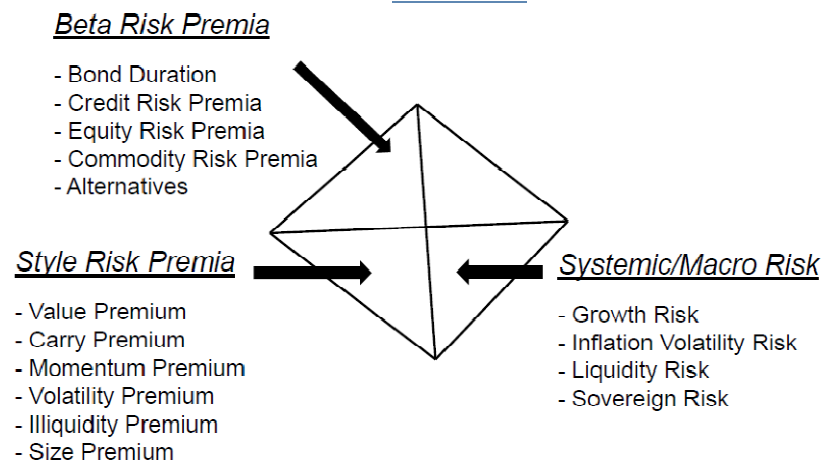
Qual è l'approccio tradizionale?

- Attribuire un peso ad ogni classe di attivo in portafoglio

Come viene messo in discussione?

- I pesi nominali non sono uguali ai pesi in termini di rischio. Le singole classi di attivo possono essere considerate come la somma dei fattori di rischio sottostanti così come il cibo può essere visto come un insieme di fattori nutritivi*.
- Introdurre una nuova classe di attivo o una nuova posizione nel portafoglio può essere un miglioramento della diversificazione, ma potrebbe portare ad un'eccessiva concentrazione ad uno specifico fattore di rischio già in portafoglio.

Le tre dimensioni di esposizione ai fattori di rischio/premio al rischio



*Fonte: Deutsche Bank Feb 2012 – Special report "Navigating the 'Long Run'".



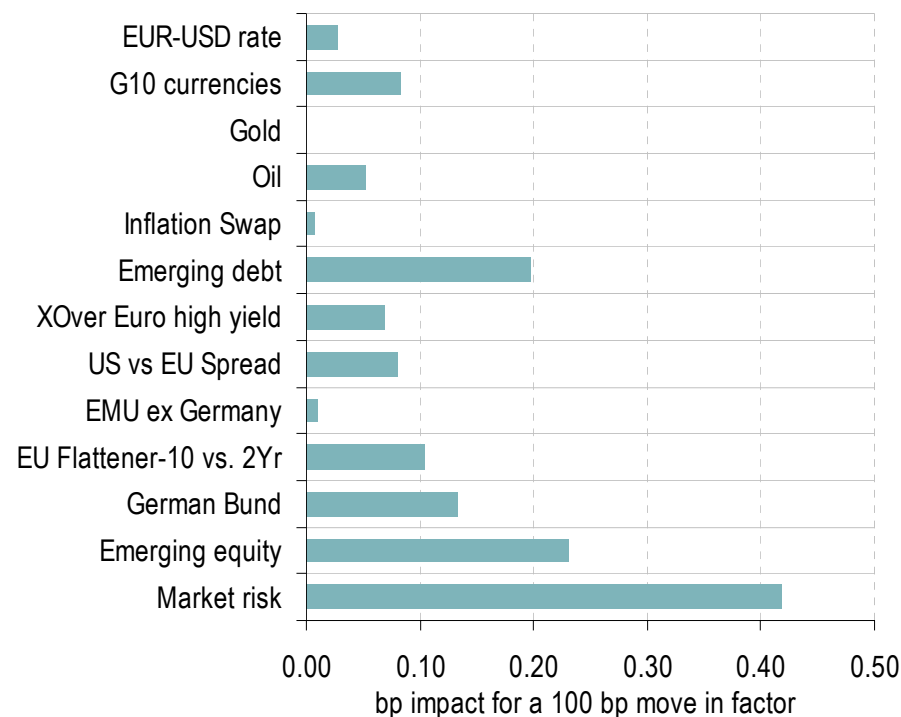
4) Allocazione basata sul rischio piuttosto che sull'esposizione alle diverse classi di attivo

Un nuovo modo di pensare:

- L'esposizione al rischio può migliorare il processo di risk management e fornire più informazioni sui fattori che determinano la performance del portafoglio.
- Considerare la diversificazione tra fattori di rischio/premio al rischio piuttosto che gruppi di classi di attivo. In aggiunta alle misure di rischio tradizionali (tracking error, drawdown etc.) si può monitorare l'esposizione ai singoli fattori (e.g. petrolio, inflazione, etc..)*.
- Queste informazioni possono essere incorporate sia nei processi di asset allocation strategica che tattica (alcuni dei più grandi fondi pensione americani si stanno muovendo in questa direzione).
- Il compito non è facile: come le correlazioni tra classi di attivo, i fattori di correlazione non sono stabili nel tempo. Gli approcci risk-based sono anche più complicati da implementare.



Esempio di analisi dei fattori di rischio: posizionamento di asset allocation tattica in un portafoglio bilanciato



Fonte: BNP Paribas Investment Partners

*Questo tipo di approccio è già utilizzato nel processo di asset allocation tattica del team Global Balanced Solution. Un esempio dell'analisi dei fattori di rischio usati dal team nel grafico sopra.



In sintesi:

Benchmark “Dinamico”

- Per ottimizzare l'Asset Allocation Strategica favorendo le classi di attivo di volta in volta meno care

Asset Allocation Tattica & De-Risking

- Consente una maggiore protezione del portafoglio durante le crisi

Preferenza per i titoli con minore volatilità

- Migliora il rapporto rischio / rendimento del portafoglio

Monitoraggio dei diversi fattori di rischio

- Rende più chiara la scomposizione del rischio rispetto al monitoraggio basato esclusivamente sul peso delle singole classi di attivo



Contatti



Elisa Ori

Responsabile Commerciale Clientela Istituzionale

elisa.ori@bnpparibas.com

Tel +39 02 72474239

Marina Gatti

Clientela Istituzionale

Marina.gatti@bnpparibas.com

Tel +39 02 72475109

Alessandro Di Scala

Clientela Istituzionale

Alessandro.Discala@bnpparibas.com

Tel +39 02 72474329



Disclaimer

Il presente documento è redatto da BNP Paribas Investment Partners SGR S.p.A. (BNPP IP SGR)* partner di BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

È prodotto a mero titolo informativo e non costituisce:

1. un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere; non costituirà la base di qualsivoglia contratto o impegno né ci si potrà fare affidamento in relazione a questi ultimi;
2. una consulenza finanziaria.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite senza una preventiva conoscenza delle circostanze, della posizione finanziaria, del profilo di rischio e degli obiettivi d'investimento del potenziale investitore. Gli investitori sono invitati a rivolgersi al proprio consulente finanziario per effettuare un'analisi di adeguatezza dell'investimento.

Tenuto conto dei rischi di natura economica e finanziaria, non può essere offerta alcuna garanzia che vengano raggiunti gli obiettivi d'investimento così come illustrati. La performance può essere influenzata dalle strategie, dagli obiettivi d'investimento, dalle condizioni economiche e di mercato. La performance storica non è indicativa di risultati futuri e il valore degli investimenti può diminuire oltre che aumentare. Non viene offerta alcuna garanzia di riottenere l'importo inizialmente investito. I dati di performance, ove presenti nel documento, sono riportati al lordo delle commissioni, dei costi di sottoscrizione e di riscatto e degli oneri fiscali.

Il presente documento rappresenta il parere di BNPP IP SGR alla data indicata nel documento stesso ed è quindi soggetto a modifiche senza preavviso. BNPP IP SGR non è obbligata ad aggiornare o a modificare le informazioni ovvero le opinioni contenute nel presente documento. Non hanno carattere vincolante, non sono sostituibili al giudizio del lettore e non devono essere l'unica base di valutazione delle strategie o degli strumenti presentati nel presente documento.

* BNPP IP SGR è una società di gestione del risparmio autorizzata in Italia dalla Banca d'Italia, iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio al n. 10: società per azioni, con capitale di 8.400.000 euro i.v., ha sede legale al n. 15 di Via Dante a Milano. www.bnpparibas-ip.it

** BNPP IP è il marchio mondiale dei servizi di gestione patrimoniale del gruppo BNP Paribas. Se indicati, i singoli organismi di gestione patrimoniale di BNP Paribas Investment Partners sono specificati a mero titolo informativo e non necessariamente svolgono attività in ogni giurisdizione. Per ulteriori informazioni, contattare l'Investment Partner autorizzato nella propria giurisdizione.