

# La soluzione per le fasi di volatilità dei mercati

Le strategie total return rappresentano soluzioni che, grazie a moderne tecniche di investimento, risultano sostanzialmente scollegate dall'andamento dei mercati. La conservazione del capitale assume un'importanza primaria, mentre nel medio termine si punta al conseguimento di un rendimento adeguato, superiore al tasso di interesse privo di rischio.

Una strategia total return si basa di norma su un universo di investimento globale, una strategia di investimento molto flessibile e una gestione del rischio rigorosa.

L'obiettivo è quello di ottenere nel medio periodo un rendimento stabile superiore al tasso di interesse privo di rischio. In primo luogo si punta quindi all'ottimizzazione del rischio e non alla massimizzazione dei guadagni. Le strategie total return non escludono del tutto la possibilità di sviluppi negativi ma, grazie alla loro concezione, permettono anche nelle fasi di volatilità dei mercati di conseguire un rendimento adeguato commisurato al rischio e di salvaguardare il capitale investito.

Un importante fattore di successo è rappresentato dall'universo di investimento globale, che facilita l'identificazione delle opportunità di investimento in fasi di mercato difficili, pur con una diversificazione minima. Nel rispetto delle possibilità consentite dalla legge, le soluzioni total return investono in strumenti tradizionali (azioni, obbligazioni, valute) o alternativi (materie prime, titoli insurance-linked, private equity).

**Daniel Hausammann, responsabile Total Return Solutions, MACS, Credit Suisse.**



## Classifica delle diverse categorie di investimento

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hoch	ROHSTOFFE	ALTERNATIVE	ROHSTOFFE	IMMOBILIEN	IMMOBILIEN	PRIVATE EQUITY	IMMOBILIEN
	IMMOBILIEN	OBLIGATIONEN	OBLIGATIONEN	AKTIEN	ROHSTOFFE	ROHSTOFFE	AKTIEN
	ALTERNATIVE	IMMOBILIEN	ALTERNATIVE	WANDELANLEIHEN	AKTIEN	IMMOBILIEN	WANDELANLEIHEN
	OBLIGATIONEN	WANDELANLEIHEN	IMMOBILIEN	PRIVATE EQUITY	PRIVATE EQUITY	AKTIEN	PRIVATE EQUITY
	WANDELANLEIHEN	PRIVATE EQUITY	WANDELANLEIHEN	ROHSTOFFE	WANDELANLEIHEN	OBLIGATIONEN	ALTERNATIVE
	AKTIEN	AKTIEN	AKTIEN	ALTERNATIVE	OBLIGATIONEN	ALTERNATIVE	OBLIGATIONEN
Tief	PRIVATE EQUITY	ROHSTOFFE	PRIVATE EQUITY	OBLIGATIONEN	ALTERNATIVE	WANDELANLEIHEN	ROHSTOFFE

Hoch: alta  
Tief: bassa  
Rohstoffe: materie prime  
Immobilien: immobili  
Alternative: strumenti alternativi  
Obligationen: obbligazioni  
Wandelanleihen: obbligazioni convertibili  
Aktien: azioni

Fonte: Credit Suisse, Bloomberg

### Il ruolo determinante di un'asset allocation intelligente.

Analizzando la classifica dei rendimenti periodici delle diverse categorie di investimento (vedi tabella), si comprende immediatamente l'importanza di una strategia di investimento flessibile per il conseguimento dei migliori risultati. Diversi studi empirici hanno dimostrato che l'80-90% del rendimento complessivo è determinato da una corretta asset allocation, che si basa essenzialmente sulla capacità di prevedere le future tendenze del mercato.

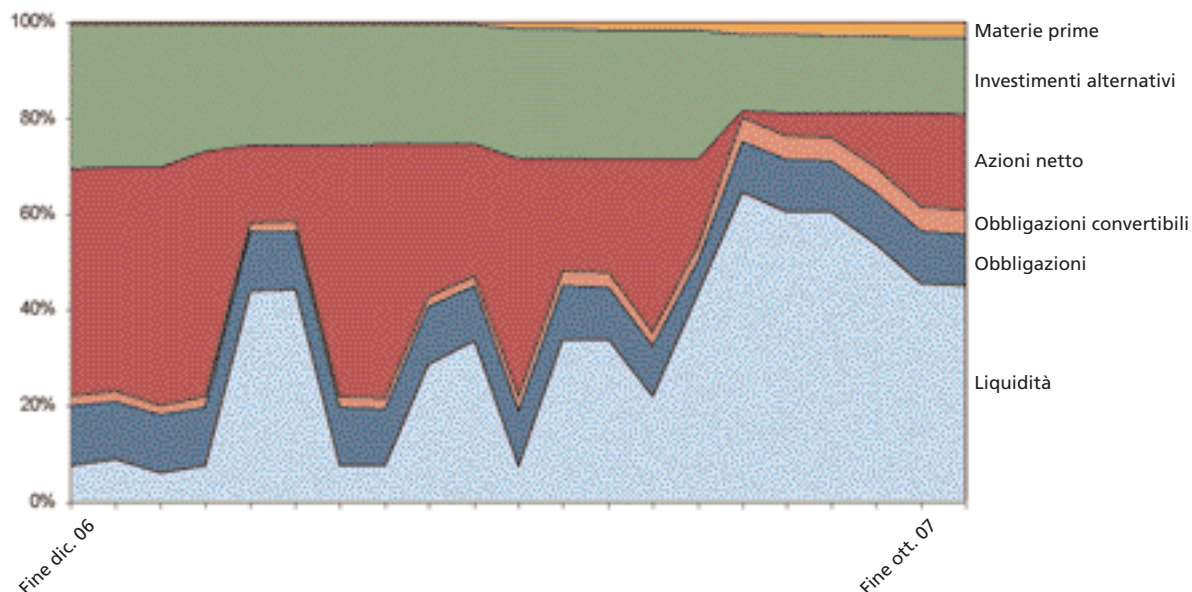
A sua volta, tale capacità di previsione si fonda necessariamente su un'esperienza consolidata inserita in una rete globale. Spesso gli investitori privati dedicano invece gran parte del loro tempo alla selezione dei singoli titoli, dimenticando che lo stock picking influisce solo marginalmente sulla performance

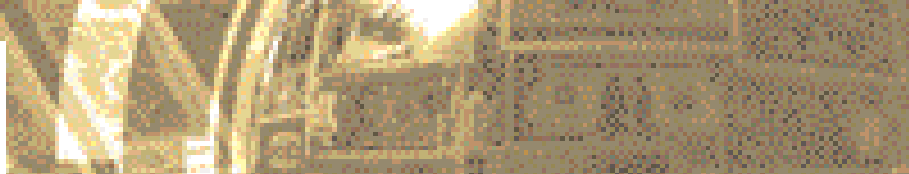
del portafoglio.

In genere le strategie total return si basano sulla definizione di un'ampia fascia d'investimento all'interno delle singole categorie, consentendo quindi di operare allocazioni mirate e sostanziali oppure di rinunciare ad investire in talune categorie. Per esempio, la fascia d'investimento in titoli azionari può variare dallo 0 al 50 per cento (netto). Il gestore del portafoglio può quindi decidere, in caso di previsioni sfavorevoli, di rinunciare all'investimento in azioni oppure, al contrario, può investire fino al 50% in azioni.

A questo tipo di strategia si contrappongono i portafogli caratterizzati da una quota azionaria fissa, che normalmente definiscono intervalli ristretti entro cui discostarsi da un indice strategicamente neutrale (benchmark). Anche in questo caso

### Variatione dell'asset allocation da fine dicembre 2006 a fine ottobre 2007 sulla base dell'esempio del Total Return Mandate di Credit Suisse Asset Management





<b>Credit Suisse</b>				
Isin	Fondo	Val.	Nav 31.12.07	Perf. 07
LU0125128057	CS BF (Lux) Convert Europe B	EUR	12.59	2.19
LU0117465277	CS BF (Lux) Emerging Europe B	EUR	187.21	6.09
LU0059869072	CS BF (Lux) Emerging Markets B	USD	2779.82	10.96
LU0305784737	CS BF (Lux) Emerging Markets R CHF	CHF	106.26	n.a.
LU0284532644	CS BF (Lux) Emerging Markets R EUR	EUR	103.11	n.a.
LU0102163382	CS BF (Lux) High Yield Euro B	EUR	82.62	-7.69
LU0116737759	CS BF (Lux) High Yield US\$ B	USD	162.88	0.47
LU0049528473	CS BF (Lux) Sfr A	CHF	272.48	-2.14
LU0049527079	CS BF (Lux) Sfr B	CHF	461.63	-2.2
LU0164700238	CS BF (Lux) Target Return (Euro) A	EUR	98.2	-0.63
LU0164700741	CS BF (Lux) Target Return (Euro) B	EUR	111.27	-0.63
LU0185978292	CS BF (Lux) Target Return (Sfr) A	CHF	97.66	-1.59
LU0185978458	CS BF (Lux) Target Return (Sfr) B	CHF	101.55	-1.59
LU0185979696	CS BF (Lux) Target Return (US\$) A	USD	99.67	1.43
LU0185979936	CS BF (Lux) Target Return (US\$) B	USD	111.41	1.42
LU0220210792	CS EF (Lux) Asian Property B	USD	19.12	21.71
LU0220214786	CS EF (Lux) Asian Property R EUR	EUR	9.42	n.a.
LU0168301199	CS EF (Lux) Dividend Europe A	EUR	173.43	-0.66
LU0168301355	CS EF (Lux) Dividend Europe B	EUR	180.54	-0.77
LU0168301868	CS EF (Lux) Dividend Europe R CHF	CHF	162.46	-1.94
LU0168302247	CS EF (Lux) Dividend Europe R USD	USD	176.7	0.49
LU0077850112	CS EF (Lux) Eastern Europe B	EUR	146.63	14.47
LU0129337381	CS EF (Lux) European Property B	EUR	18.64	-35.03
LU0055730922	CS EF (Lux) Global Resources B	USD	385.02	35.21
LU0145373253	CS EF (Lux) Global Resources R EUR	EUR	20.85	31.63
LU0305396995	CS EF (Lux) Infrastructure B	USD	10.57	n.a.
LU0305397613	CS EF (Lux) Infrastructure R CHF	CHF	11.49	n.a.
LU0305397530	CS EF (Lux) Infrastructure R EUR	EUR	11.54	n.a.
LU0052263174	CS EF (Lux) Small Cap Japan B	JPY	86068	-28.98
LU0145374145	CS EF (Lux) Small Cap Japan R EUR	EUR	12.81	-27.99
CH0017229615	CS EF Swiss Select A	CHF	16.66	-0.36
CH0002793757	CS EF Swissac	CHF	299.2	0.18
LU0090865873	CS MMF (Lux) Euro B	EUR	425.72	3.28
LU0285060587	CS SICAV One (Lux) Total Return Challenger (Euro) B	EUR	98.4	n.a.
LU0285061981	CS SICAV One (Lux) Total Return Challenger (Sfr) B	CHF	97.58	n.a.
LU0285062872	CS SICAV One (Lux) Total Return Challenger (US\$) B	USD	99.99	n.a.
LU0285063177	CS SICAV One (Lux) Total Return Defender (Euro) B	EUR	99.55	n.a.
LU0285065032	CS SICAV One (Lux) Total Return Defender (Sfr) B	CHF	98.7	n.a.
LU0285065891	CS SICAV One (Lux) Total Return Defender (US\$) B	USD	101.64	n.a.
LU0102711180	CS Systematic Alpha (Lux) Equity USA B	USD	118.16	6.35
LU0230916586	CSF (Lux) DJ-AIG Commodity Index Plus (Euro) B	EUR	113.27	12.57
LU0230917477	CSF (Lux) DJ-AIG Commodity Index Plus (Sfr) B	CHF	108.76	10.14
LU0230918368	CSF (Lux) DJ-AIG Commodity Index Plus (US\$) B	USD	118.94	14.96

LU0263299223	CSF (Lux) Total Return Global BRIC-Exposure (Euro) B	EUR	104.64	-1.23
LU0263300419	CSF (Lux) Total Return Global BRIC-Exposure (Euro) R CHF	CHF	102.69	-2.66
LU0263301060	CSF (Lux) Total Return Global BRIC-Exposure (Euro) R USD	USD	106.14	-0.27
LU0254097446	XMTCH (Lux) on MSCI Emerging Markets	USD	120.1916	35.35
LU0154139132	XMTCH (Lux) on MSCI EMU Large Cap	EUR	133.437	9.71
LU0312694234	XMTCH (Lux) on MSCI EMU Mid Cap	EUR	85.5251	n.a.
CH0016999846	XMTCH on SBI Domestic Government 3-7	CHF	93.3805	1.07
CH0016999861	XMTCH on SBI Domestic Government 7+	CHF	97.462	-3.94
CH0031768937	XMTCH on SLI®	CHF	129.571	n.a.
CH0008899764	XMTCH on SMI®	CHF	84.4575	-1.76
CH0019852802	XMTCH on SMIM®	CHF	168.905	1.42

sono ammesse alcune variazioni di tipo tattico, ma spesso le quote minime di investimento in determinate categorie sono già prestabilite.

Per poter sfruttare completamente le possibilità offerte dalle singole categorie di investimento, entro gli ampi intervalli stabiliti si applicano diversi stili di investimento (long only, long/short o neutrale rispetto al mercato). Nell'esempio citato, in caso di prospettive positive l'esposizione azionaria del 50% viene realizzata attraverso una strategia long-only. Se invece i rischi sui mercati azionari tornassero a crescere, per una parte dell'allocazione azionaria si applicherà uno stile di investimento neutrale o long/short. L'aumento della volatilità è gestito in modo attivo e tradotto in opportunità di profitto, anche ricorrendo a strumenti derivati quali future, opzioni e swap.

**I modelli di rischio sono essenziali.** L'applicazione di strategie total return offre alla gestione del portafoglio maggiore libertà di azione rispetto ad altre forme di investimento. Sebbene le soluzioni offerte debbano conformarsi a direttive di investimento interne ed esterne, per una gestione di tipo attivo è indispensabile l'utilizzo dei più moderni modelli di rischio. Per garantire la conservazione del capitale anche in fasi di difficoltà dei mercati, vengono stabiliti preventivamente i livelli di rischio che non possono assolutamente essere superati. Se cresce l'insicurezza sui mercati finanziari, il budget di rischio massimo diminuisce di conseguenza e il gestore del portafoglio dovrà quindi immediatamente ridurre la quota di investimenti rischiosi.

Da diversi tipi di soluzioni total return con budget di rischio differenti risultano orizzonti di investimento personali e diverse attese di rendimento, che riescono a soddisfare sia gli investitori più avversi sia quelli più propensi al rischio. È inoltre importante sottolineare che le strategie total return, a prescindere dal profilo dell'investitore, si basano su una sorta di "premio assicurativo": chi desidera salvaguardare il proprio capitale anche nelle fasi di volatilità, rinuncia a partecipare a tutte le opportunità offerte dai mercati in rialzo. È l'investitore stesso che deve decidere autonomamente se accettare il prezzo di tale rinuncia, che probabilmente gli consentirà di dormire sonni tranquilli.

# Sfruttare le correzioni di mercato

**“Prosegue la crescita degli utili aziendali, ad eccezione del settore finanziario, e le valutazioni interessanti continuano a favorire l'investimento azionario”.**

La performance di un portafoglio è determinata prevalentemente dalle scelte di asset allocation e soprattutto dalla determinazione del livello della quota azionaria. Ma è consigliabile mantenere una quota azionaria elevata anche in periodi di alta volatilità dei mercati e di maggiore insicurezza? *Signor Ratra, nel 2008 investire potrebbe diventare ancor più complesso. In particolare la definizione della quota azionaria è destinata a rappresentare un vero e proprio rompicapo. Quali sono le maggiori sfide economiche che l'investitore dovrà affrontare nel 2008?*

A prescindere dagli effetti della crisi dei mutui subprime, che si ripercuote in generale sul settore finanziario, è importante concentrare l'attenzione sui livelli contenuti dell'inflazione. I paesi emergenti, fornitori di beni a basso costo, hanno finora influito positivamente su una situazione relativamente stabile. L'altro lato della medaglia è però rappresentato dall'aumento del prezzo del petrolio, e delle materie prime in generale, determinato dal boom della domanda proveniente proprio da tali paesi emergenti. L'inflazione contenuta consente alle banche centrali di reagire in modo flessibile alla crisi creditizia. Grazie alla presenza di molte regioni di crescita, l'economia mondiale assume oggi dimensioni ben più vaste rispetto a qualche anno fa. Riteniamo quindi che la tendenza di crescita nel lungo periodo continuerà anche nel 2008. Prosegue la crescita degli utili aziendali, ad eccezione del settore finanziario, e le valutazioni interessanti continuano a favorire il comparto azionario.

*Come giudica i rischi politici, che possono contribuire a pregiudicare la situazione dei mercati finanziari nel lungo periodo?*

Nel contesto del rincaro del prezzo del petrolio, la regione mediorientale assume una certa importanza. Il generale peggioramento dei mercati finanziari a causa di condizioni di instabilità spesso riscontrabili in regioni ricche di materie prime non rappresenta comunque una novità.

*Anche l'andamento delle valute può influire negativamente. Prevede che le valute più importanti per l'investitore svizzero,*

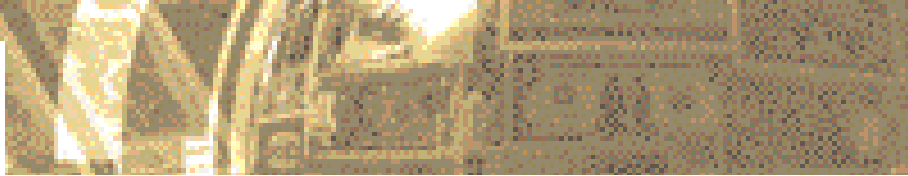
*vale a dire il dollaro e l'euro, registreranno movimenti importanti?*

Alla luce del vantaggio sempre più ridotto in termini di interessi, nutriamo ormai da tempo un certo scetticismo nei confronti della valuta statunitense, che a nostro avviso registrerà tuttavia un certo consolidamento temporaneo. Per quanto riguarda l'euro, si delinea un quadro diverso: la solidità di tale moneta nei confronti del franco svizzero e il conseguente rischio valutario contenuto non richiedono alcun tipo di copertura. Agli investitori svizzeri raccomandiamo quindi di investire in euro, a causa dello spread dei tassi d'interesse.

*Considerando il quadro che ci ha appena delineato, come devono comportarsi gli investitori? Devono adottare un approccio più difensivo?*



**Arun Ratra, Managing Director dell'Asset Management presso il Credit Suisse e Chief Investment Officer per le soluzioni multi asset class.**



No, il nostro atteggiamento è fondamentalmente ottimista. Dato il rendimento meno interessante degli investimenti obbligazionari (almeno quelli in franchi svizzeri), non vale la pena assumere un atteggiamento difensivo. Anzi, nonostante la prevista volatilità nel breve periodo, si dovrebbe incrementare la ponderazione della quota azionaria, poiché molte aziende presentano tuttora valutazioni convenienti e non si intravede alcun rischio di recessione. Qualsiasi decisione definitiva deve tuttavia basarsi sul profilo di rischio dell'investitore.

*Che cosa implica concretamente questo per la quota azionaria?*

Raccomandiamo una leggera sovrapponderazione rispetto alla quota strategica, pur prevedendo ancora una certa volatilità nel breve periodo. Si potrà così approfittare delle temporanee correzioni del mercato e sfruttare le opportunità di acquisto.

*Il vostro istituto resta fondamentalmente ottimista verso i titoli di capitale e prevede una crescita dei corsi azionari anche nel 2008. Ritiene quindi che non valga la pena modificare, nel breve periodo, la asset allocation e dunque il livello della quota azionaria?*

Le azioni si confermano lo strumento di investimento in assoluto più interessante e, a differenza di altri strumenti, non sono affatto sopravvalutate. Gli investitori che detengono una quota azionaria troppo bassa devono anche tener presente che corrono il rischio di dover acquistare a livelli più alti in futuro. Anche in questo caso è importante ricordare che esiste sempre un'eccezione alla regola: basti pensare, per esempio, al surriscaldamento del mercato azionario cinese.

*Gli investitori vorrebbero avere sempre una quota azionaria ottimale, ovvero il più alta possibile sui mercati rialzisti e possibilmente bassa sulle borse più deboli. Gli specialisti dell'asset allocation possono offrire una soluzione a tale dilemma?*

È comprensibile che gli investitori siano interessati a mantenere una quota azionaria ottimale in tutti i cicli. Alcune ricerche evidenziano tuttavia che solo pochissimi investitori privati riescono a identificare il momento giusto per ristrutturare il proprio investimento. La strategia più semplice sarebbe forse quella di mantenere una quota azionaria costante per evitare un comportamento pro-ciclico. La soluzione migliore è tuttavia quella di affidare il proprio patrimonio a un gestore patrimoniale, poiché solo la solida competenza di uno specialista inserito in una rete globale può prevedere le evoluzioni del mercato.

*Esistono nuovi approcci o principi di asset allocation che possono essere utili anche agli investitori più facoltosi?*

Una diversificazione in molteplici classi di investimento, seguendo l'esempio dei grandi investitori istituzionali, promette tuttora i migliori risultati. Anche in un contesto di volatilità dei mercati, i maggiori rendimenti si ottengono combinando al meglio azioni, investimenti in private equity, hedge fund e immobili, senza aumentare eccessivamente

la quota azionaria. Questo è importante perché l'attuale situazione di bassi tassi di interesse è destinata a protrarsi nel medio-lungo periodo e gli strumenti privi di rischio, per esempio le obbligazioni, non permetteranno quindi di conseguire rendimenti soddisfacenti.

*Quando si parla di asset allocation, molti investitori pensano in primo luogo alla quota azionaria. Tuttavia l'asset allocation va ben al di là della definizione del livello della quota azionaria. Perché è importante dedicare molta attenzione all'asset allocation?*

Se si considera che il rendimento di un portafoglio è per lo più determinato dalle strategie di asset allocation, il maggiore dispendio di tempo rispetto alla selezione di singole azioni risulta del tutto giustificato. Notiamo infatti in continuazione che gli investitori privati si concentrano sui singoli titoli, perdendo così una visione di insieme sui mercati in generale. Il nostro approccio distingue invece essenzialmente tra la asset allocation strategica, che viene definita all'inizio e resta per quanto possibile invariata, e l'asset allocation tattica. Ma al primo posto viene il profilo di rischio individuale dell'investitore che spesso si traduce nella definizione della quota azionaria. È inoltre importante stabilire la combinazione ottimale tra le diverse classi di investimento che è determinata, per esempio, dall'integrazione di strumenti finanziari alternativi. Il risultato è una proposta di investimento personalizzata e pensata su misura per ogni cliente con la massima precisione.

*Come deve essere distribuito oggi il patrimonio di un investitore privato?*

Non posso rispondere a questa domanda in termini generali, in quanto occorre considerare il profilo di rischio individuale. Posso farle un esempio: attualmente gli investimenti dei clienti che conferiscono mandati di gestione patrimoniale bilanciati aventi come valuta di riferimento il franco svizzero sono così distribuiti: 7% nel mercato monetario, 30% in quello obbligazionario (soprattutto in obbligazioni in franchi svizzeri a breve e media scadenza), 37% in azioni, privilegiando i titoli europei e dei mercati emergenti, e 26% in strumenti di investimento alternativi, ossia hedge fund, private equity, immobili, oro e materie prime.

### **Chi è Arun Ratra**

Chi, nell'ambito di una grande banca, svolge un ruolo determinante nella definizione dell'asset allocation, occupa anche una posizione molto influente. La gestione del denaro in una banca deve essere sostanzialmente sempre conforme alle linee guida che disciplinano la composizione del patrimonio fissate dai responsabili dell'asset allocation. Ciò vale in particolare per il livello della quota azionaria. Nella sua funzione di Managing Director dell'Asset Management presso il Credit Suisse e di Chief Investment Officer per le soluzioni multi asset class, Arun Ratra è uno dei responsabili dell'asset allocation. Ratra, 42 anni, è anche membro dell'influente Investment Committee del CS Group. Lavora al Credit Suisse dal maggio 2005.