

Strategie alternative

È 40/30/30
il nuovo 60/40?



GENNAIO 2024

Comunicazione di marketing



Informazioni sull'autore.

Johann Mauchand

Senior Systematic Fund Manager



Johann Mauchand è Senior Systematic Fund Manager presso Candriam dal 2013.

Ha iniziato la sua carriera come analista di arbitraggio statistico presso HSBC nel 2005, per poi unirsi a Candriam un anno dopo come analista quantitativo di gestione alternativa. Ha assunto il ruolo attuale nel 2013.

Ha conseguito un master in matematica presso l'Università di Digione in Francia e in ingegneria finanziaria presso l'Università di Evry in Francia.

Indice.

Indice.

Riepilogo	04	2. Quale portafoglio per il 2024?	18
Introduzione	06	Scenario 1:	
		una fase di espansione prolungata	20
Sulla diversificazione: il punto di vista di Markowitz	08	Scenario 2:	
		un picco seguito da una recessione	22
1. L'importanza delle strategie alternative	10	3. Costruire segmenti alternative resilienti	24
Un'ottimizzazione non vincolata suggerisce la supremazia di strategie alternative	10	Il framework	24
Un'allocazione più diversificata (e realistica)	12	Performance del portafoglio 40/30/30	26
Post-GFC: il dominio 60/40	14	Osservazioni conclusive	29
		Rischi	30
		Appendice: Descrizione dell'indice	30

Riepilogo -

Riepilogo.

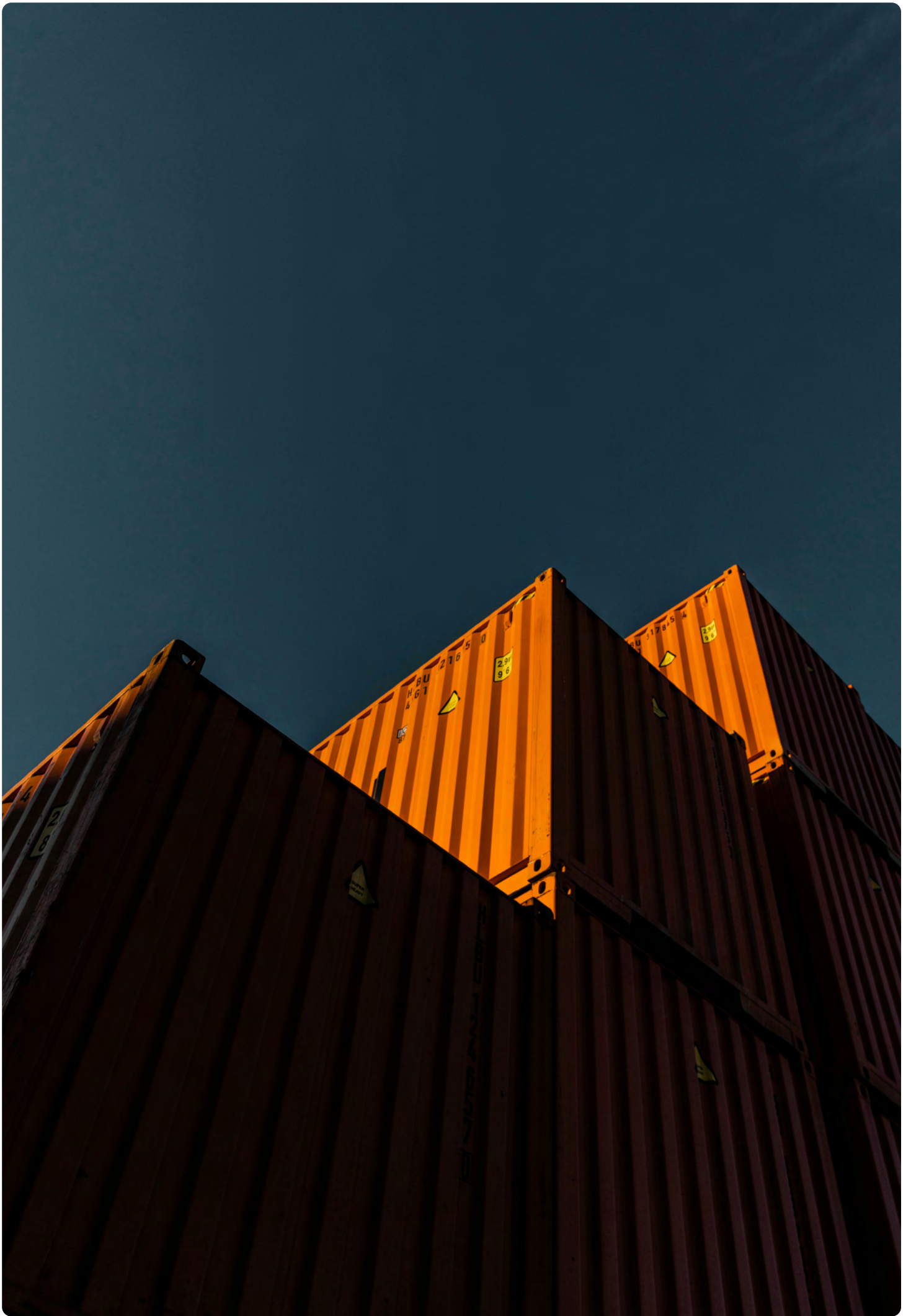
Il 2022 è stato un anno fondamentale per la politica monetaria, con le banche centrali che hanno spostato la priorità dal sostegno alla crescita al contenimento dell'inflazione. Di conseguenza, i mercati sono crollati a causa degli elevati livelli di correlazione tra classi di asset, mettendo potenzialmente in discussione la rispettiva attrattiva delle azioni rispetto alle obbligazioni. Inoltre, le strategie alternative tendono a beneficiare strutturalmente di un contesto di tassi elevati.

È giunto il momento di rivisitare il tradizionale portafoglio 60/40?

In questo articolo, eseguiamo una serie di ottimizzazioni della media-varianza su vari intervalli di tempo e implementando diversi insiemi di vincoli. Mostriamo che **l'introduzione di strategie alternative** (CTA, Event-driven, Equity market neutral, Fondi di hedge fund) **tende a migliorare il profilo rendimento/rischio di un portafoglio azionario/obbligazionario 60/40.**

Quale mix di strategie alternative dovrebbero privilegiare gli investitori nel contesto attuale? Le nostre ricerche precedenti hanno dimostrato che le strategie CTA si comportano diversamente nelle varie fasi del ciclo economico. Esploriamo due potenziali scenari economici (fase di espansione e fase di picco e di recessione) e individuiamo le combinazioni di strategie alternative che offrono il profilo rendimento/rischio più interessante in ciascuna di queste fasi.

Su questa base, dimostriamo che **introducendo il 30% di strategie alternative**, con un mix che varia a seconda del regime economico, **tende a migliorare il profilo rendimento/rischio del portafoglio 60/40 sia sui parametri di rendimento che quelli di rischio.** Riteniamo che questa possa rappresentare un'opzione interessante per gli investitori che si muovono nel contesto attuale.



Introdu-

zione.



L'informazione non è conoscenza. L'unica fonte di conoscenza è l'esperienza.

– Albert Einstein

L'anno 2022 ha segnato la fine di un'era, ponendo fine al continuo sostegno delle banche centrali ai mercati finanziari a partire dalla Grande Crisi Finanziaria. Mentre le banche centrali hanno chiaramente adattato la loro attenzione a un obiettivo principale: il contenimento dell'inflazione – come unico obiettivo della Banca Centrale Europea –, hanno portato ad aggressivi aumenti dei tassi di interesse a livelli mai visti da tempo. Mentre i mercati azionari e obbligazionari hanno subito forti cali in un contesto di livelli di correlazione raramente riscontrati in passato, molti investitori hanno iniziato a chiedersi se questo nuovo contesto di rischio avesse portato fine alla strategia tradizionale del portafoglio 60/40. Fortunatamente, nel 2023 i mercati azionari hanno mostrato una certa resilienza, poiché le banche centrali sono riuscite a raffreddare l'inflazione e a garantire un atterraggio morbido dell'economia.

Un contesto duraturo di tassi elevati di solito solleva un classico enigma per gli asset allocator: quanto sono attraenti le azioni rispetto alle obbligazioni e quanto è remunerato il rischio azionario? Al contrario, le strategie alternative tendono a trarre vantaggio strutturalmente da questo contesto in quanto mirano a performance positive superiori ai tassi di interesse a breve termine (ESTER,

SOFR...). In effetti, la maggior parte di essi sono market neutral o con leva direzionale, con un basso margine rispetto al capitale, e sono investiti principalmente nei mercati monetari.

In ogni caso, dobbiamo riconoscere che il paradigma "Whatever it takes" dell'era Draghi è finito. Tale realizzazione non è facile, poiché ci vuole tempo e forza di volontà per disintossicarsi da oltre dieci anni di sostegno incondizionato e abbondante liquidità, proprio come ci vuole forza per lasciare una zona di comfort per la terra sconosciuta. I mercati finanziari sono entrati in una nuova era, in un nuovo percorso di apprendimento, in cui la conoscenza deriverà dall'esperienza. Se siamo pronti a mettere in discussione le nostre vecchie convinzioni, ora potrebbe essere il momento di chiederci: **Se i tempi cambiassero e se il 60/40 non fosse più valido, quale sarebbe una buona alternativa?**

In un precedente articolo del nostro team di Asset Allocation ("[Asset Allocation: Finding the Right Balance for your Portfolio](#)") **mantenere un'allocazione statica di azioni/obbligazioni nazionali nel tempo non è ottimale**. La costruzione del portafoglio deve tenere conto del contesto macroeconomico, dei regimi di inflazione, dell'evoluzione dei tassi di interesse e delle correlazioni tra asset". Nello stesso spirito, nel nostro articolo "[On the economic rationality of CTAs](#)", abbiamo dimostrato che, a seconda dei cicli economici, i CTA possono aggiungere valore ai portafogli tradizionali a vari livelli. In sostanza, entrambi i documenti evidenziano il potere della diversificazione. Ciò ci ha portato ad approfondire questo argomento nell'universo delle strategie alternative.

In questo documento, studiamo che la diversificazione in strategie alternative può aiutare gli investitori a navigare in vari mercati, poiché può migliorare la performance e i parametri di rischio. In questo modo proviamo a dare una risposta alla nostra domanda: **è già finito l'era del portafoglio 60/40? Vediamo un'alternativa interessante: il portafoglio 40/30/30.**



Sulla di- diversificazione: Il punto di vista di Markowitz.

“

Nella scelta di un portafoglio, gli investitori dovrebbero cercare un'ampia diversificazione. Inoltre, dovrebbero comprendere che le azioni – e anche le obbligazioni societarie – comportano rischi; che i mercati inevitabilmente fluttuano; e il loro portafoglio dovrebbe essere tale da essere disposti a superare sia i momenti difficili che quelli positivi.

–Harry Markowitz

La diversificazione è un principio basilare ma importante nella gestione patrimoniale ed è ampiamente vista come uno strumento potente per affrontare le fluttuazioni del mercato. È stato a lungo incarnato in una forma base, il portafoglio 60/40 (60% azioni e 40% obbligazioni), il cui profilo equilibrato ha offerto molti vantaggi agli investitori negli ultimi cinquant'anni e più. Il modello 60/40 è stato anche regolarmente criticato. Le condizioni macroeconomiche non sono costanti ma in costante evoluzione e il grande cambiamento nella politica monetaria che abbiamo sperimentato dopo l'ultimo picco di inflazione richiederebbe un ripensamento dei modelli di allocazione. **Dovremmo ripensare il tradizionale 60/40? Come possiamo migliorare il suo profilo di rischio-rendimento?** Dovremmo introdurre altri asset? In quale proporzione?

È noto che le strategie degli hedge fund abbracciano proprietà di diversificazione, poiché tendono a mostrare una bassa correlazione con azioni e obbligazioni.



La diversificazione è la tua amica.

–MertonMiller

Nei nostri articoli precedenti, "[On the economic rationality of CTAs](#)" o "[CTA: La Cavalcata delle Valchirie](#)", abbiamo dimostrato che l'aggiunta di CTA a un portafoglio tradizionale migliora la performance e mitiga i rischi di ribasso in tutte le fasi del ciclo economico, con il loro impatto più vantaggioso durante le recessioni, dove la loro copertura dal rischio di coda le proprietà giocano un ruolo fondamentale.

In questo documento presenteremo i **quattro principali stili di strategie degli hedge fund**: Global Macro, Directional, Event-Driven e Relative Value, rappresentati rispettivamente dai seguenti indici: Indice BARCCTA (Global Macro e Direzionale), Indice HFRIEDI (Event-Driven), Indice HFRIEMNI (Equity Market Neutral, che rappresenta strategie di valore relativo). Aggiungeremo l'indice HFRIFOF (Fondi di fondi) per integrare il pannello con ulteriori strategie diversificate. *Consulta l'Appendice per una descrizione completa degli indici utilizzati.*

Per quanto riguarda l'approccio alla costruzione del portafoglio, faremo affidamento sulla **teoria moderna del portafoglio**¹ introdotta da Markowitz (1927-2023). Questo approccio, che ha portato Markowitz al Premio Nobel, si basa sull'analisi media-varianza e si affida all'ipotesi di efficienza del mercato e alla razionalità degli investitori. Si presuppone che tra due portafogli che offrono lo stesso rendimento atteso, gli investitori preferiranno quello meno rischioso.

Matematicamente parlando, costruire un portafoglio ottimale (ovvero una combinazione ponderata di asset con un obiettivo di rendimento atteso) significa eseguire un'ottimizzazione quadratica che ne minimizzi la varianza.

In questo documento, faremo riferimento al "Portafoglio di riferimento" come un portafoglio composto al 60% da azioni e al 40% da obbligazioni². Utilizzeremo i segmenti alternativi menzionati in precedenza (Event-Driven, Equity Market Neutral, Fondi di Fondi alternativi, Global Macro e Directional) e il modello di costruzione del portafoglio media-varianza di Markowitz. Mostriamo il rendimento come rendimenti adeguati ai tassi dei fondi federali³. Infine utilizziamo dati a lungo termine, dal 1990, se non diversamente specificato.

1 - https://en.wikipedia.org/wiki/Modern_portfolio_theory

2 - 60% Azioni: Indice MSCI World Net Total Return USD, 40% obbligazioni: Valore di rendimento totale Bloomberg Barclays US Agg senza copertura in USD. Consulta l'Appendice per l'informativa completa sugli indici utilizzati.

3 - Fonte: Bloomberg, indice FDTR

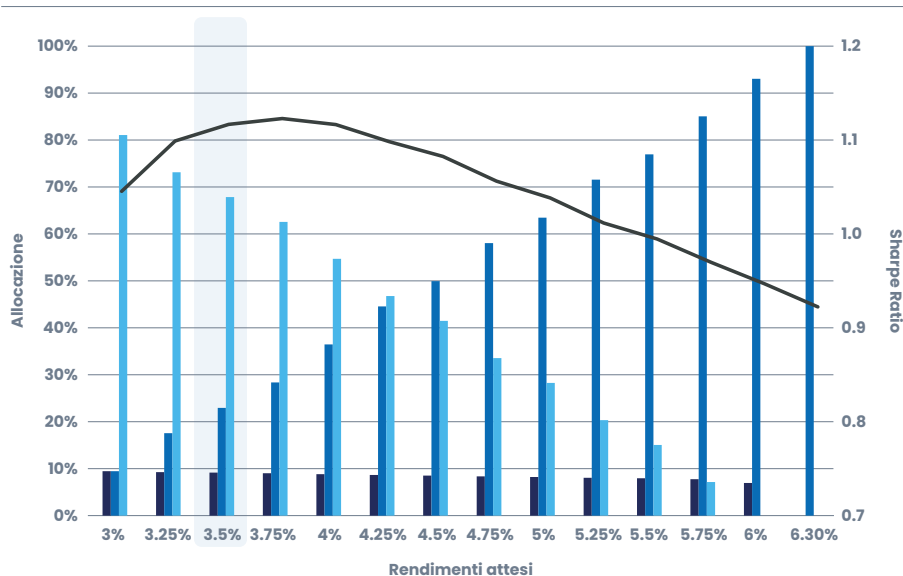
1. L'importanza delle strategie alternative.

1.1. Un'ottimizzazione non vincolata suggerisce la supremazia di strategie alternative

Partendo da un atteggiamento agnostico, eseguiamo l'ottimizzazione del portafoglio senza vincoli, in modo da consentire al modello di allocare le risorse su tutte le asset class disponibili e proporre portafogli con i loro rendimenti attesi e caratteristiche di rischio. Questa ottimizzazione iniziale produce risultati impressionanti:

Figura 1: Ottimizzazione non vincolata (dal 1990 a oggi)

■ CTA (indice BARCCTA) ■ Event-Driven (indice HFRIEDI) ■ Equity Market Neutral (indice HFRIEMNI)
 ■ Fondi di fondi (indice HFRIFO) ■ Ptf 60/40 di riferimento ■ Sharpe ratio



Qualunque sia il rendimento atteso, l'allocazione ottimale viene sempre raggiunta **investendo solo in asset alternativi**, senza lasciare spazio per il portafoglio di riferimento.

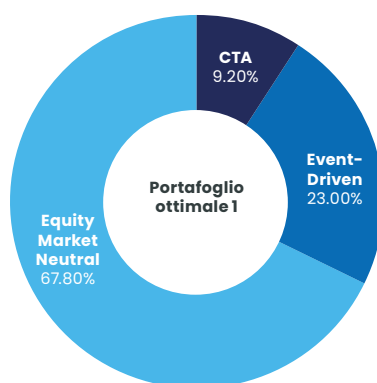
Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

In altre parole, una combinazione di strategie alternative tende a fornire sempre rendimenti attesi più elevati rispetto a un portafoglio 60/40. Più precisamente, le combinazioni proposte di strategie alternative prevedono allocazioni comprese tra [0-10%], [0-80%] e [10%-100%] di CTA, rispettivamente Equity Market Neutral ed Event-Driven.

Se proviamo a eguagliare il rendimento annualizzato raggiunto dal portafoglio di riferimento durante questo periodo (3,42%), il portafoglio ottimale corrispondente (ovvero il portafoglio più diversificato) offre un indice di Sharpe molto migliore (1,12 rispetto a 0,36 per il portafoglio di riferimento). Questo portafoglio ottimale è composto per il 9,2% da CTA, per il 23% da strategie Event-Driven e per il 67,8% da strategie Equity Market Neutral. Le sue statistiche, riportate nella tabella seguente, mostrano anche una volatilità inferiore e un drawdown massimo ridotto.

Statistiche	Portafoglio ottimale 1	Portafoglio di riferimento
Rendimento annualizzato	3.49%	3.42%
Volatilità	3.12%	9.52%
Sharpe ratio	1.12	0.36
Maximum drawdown	12.61%	36.93%



Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

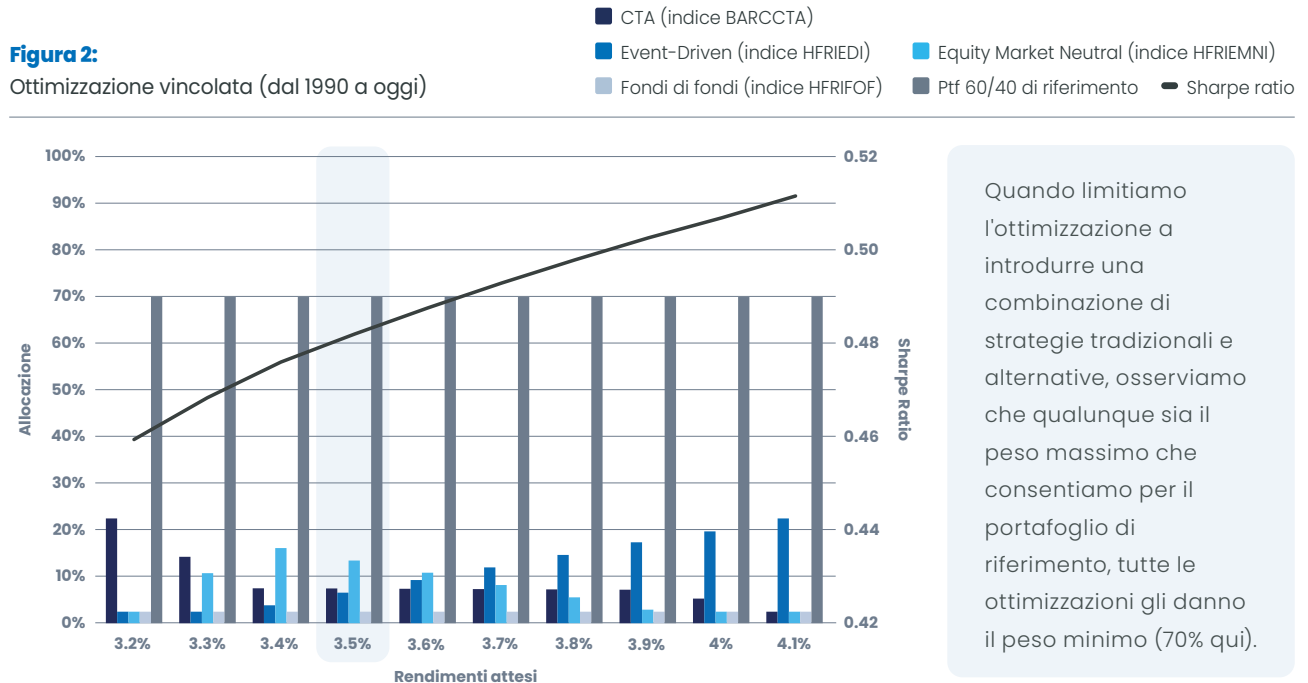
Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

Per quanto interessanti possano essere questi risultati, un confronto con la realtà ci porta a considerare questo portafoglio alternativo al 100% come un portafoglio ottimale su base teorica. Tutte le strategie alternative non sono scalabili nella stessa misura delle asset class tradizionali come azioni e obbligazioni. I profitti e le perdite delle strategie alternative tendono a peggiorare al di sopra di una determinata dimensione degli asset gestiti. Pertanto, proviamo ora a costruire un portafoglio ottimale più realistico vincolando il modello Markowitz.

1.2. Un'allocazione più diversificata (e realistica)

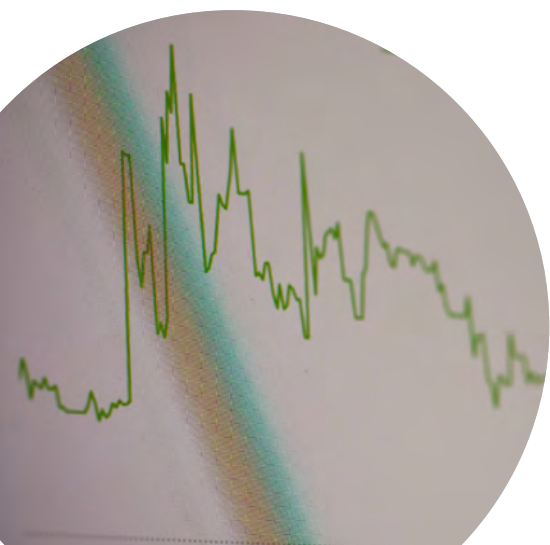
Implementiamo i seguenti vincoli sull'ottimizzazione:

- il portafoglio di riferimento avrebbe un peso compreso tra [70%, 90%]
- le strategie alternative avrebbero un peso totale fino al 30%, con un minimo del 2,5% su ciascun segmento per garantire una diversificazione sufficiente all'interno del segmento alternativo.

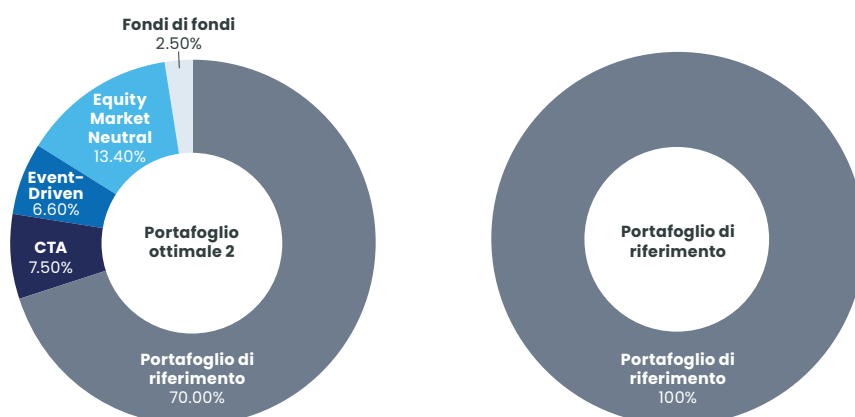


Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024



Statistiche	Portafoglio ottimale 2	Portafoglio di riferimento
Rendimento annualizzato	3.48%	3.42%
Volatilità	7.22%	9.52%
Sharpe ratio	0.48	0.36
Maximum drawdown	29.57%	36.93%



Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

Inoltre, guardando più attentamente alla composizione del portafoglio ottimale corrispondente ai rendimenti annualizzati generati dal Portafoglio di riferimento, abbiamo: 70% Portafoglio di riferimento, 7,5% CTA, 6,6% Event-Driven, 13,4% Equity Market Neutral e 2,5% Fondo di fondi. Con una simile allocazione riusciamo a migliorare lo Sharpe Ratio a 0,48 (da 0,36 iniziale) e ad abbassare il Max Drawdown al 29,57% (da 36,93%).

Abbiamo fatto i conti e le cifre mostrate sono proprio quelle che sono: conclusioni matematiche derivanti da un'ottimizzazione. Tuttavia, i nostri lettori potrebbero essere tentati di contestare questi risultati per farli coincidere con le loro conoscenze e interpretazioni della realtà dei mercati finanziari nel recente passato. In effetti, la nostra percezione dei mercati è stata notevolmente scossa dopo la Grande Crisi Finanziaria e il ruolo straordinario svolto dalle banche centrali. Sembra quindi naturale focalizzarsi sui mercati post-GFC e osservare il periodo compreso tra luglio 2009 e oggi (luglio 2009 indicato dal NBER – National Bureau of Economic Research – come la fine della recessione).

1.3. Post-GFC: il dominio 60/40

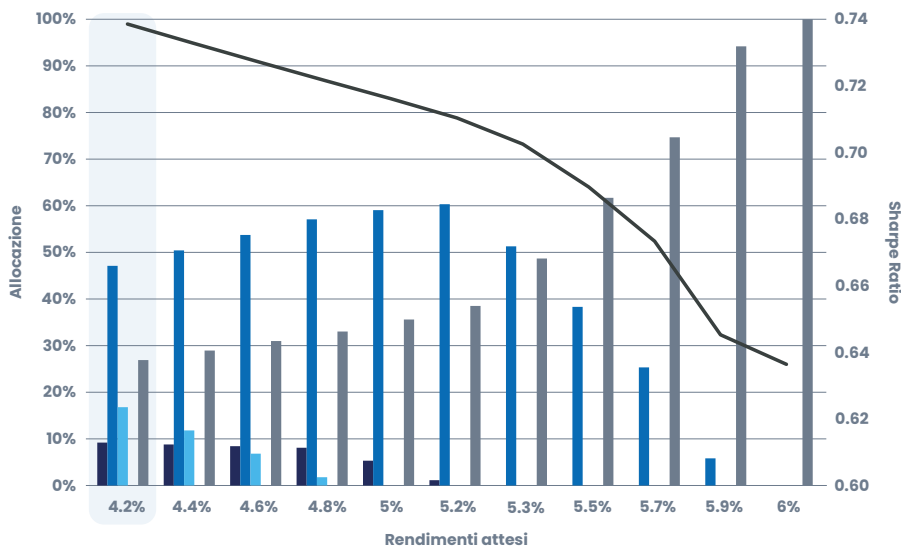
Facciamo lo stesso lavoro di ottimizzazione, con gli stessi asset sottostanti, ma questa volta concentrandoci sul periodo compreso tra luglio 2009 ed oggi.

Ottimizzazione non vincolata

Il risultato dà credito alle nostre ipotesi: **nessuna allocazione batte il tradizionale portafoglio 60/40 nell'era post-GFC**, secondo la nostra selezione di strategie alternative. Il nuovo paradigma creato dalle banche centrali dopo la crisi finanziaria globale, con il loro "Whatever it takes", ha funzionato abbastanza bene fino al 2022. Gli investitori potrebbero ricordare il periodo pandemico e il brusco calo del 30% dell'indice SPX, recuperato in meno di 4 mesi.

Figura 3: Ottimizzazione non vincolata (dal 2009 a oggi)

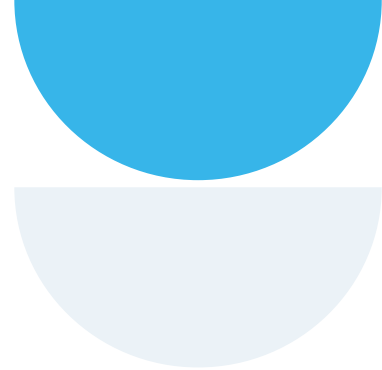
■ CTA (indice BARCCTA) ■ Event-Driven (indice HFRIEDI) ■ Equity Market Neutral (indice HFRIEMNI) ■ Fondi di fondi (indice HFRIFO) ■ Ptf 60/40 di riferimento — Sharpe ratio



Dopo la crisi finanziaria globale, il 60/40 ha dominato. Nessuna ottimizzazione batte i rendimenti del portafoglio di riferimento.

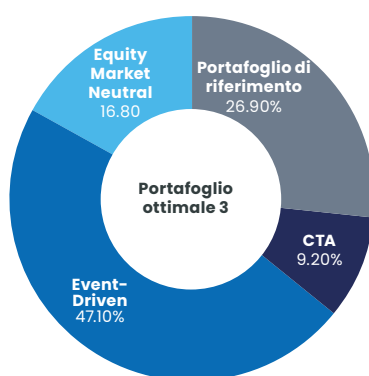
Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024



Tuttavia, non dobbiamo lasciarci accecare dai rendimenti. **Sebbene il portafoglio di riferimento raggiunga il rendimento più elevato al 100%, non fornisce il miglior profilo di rendimento/rischio.** In questo particolare periodo, il portafoglio che raggiunge lo Sharpe Ratio più alto (0,74) e il drawdown più basso (11,11%) ha la seguente allocazione: 26,9% del Portafoglio di riferimento, 9,2% di CTA, 47,1% di Event-Driven, 16,8% di Equity Market Neutral.

Statistiche	Portafoglio ottimale 3	Portafoglio di riferimento
Rendimento annualizzato	4.22%	6.01%
Volatilità	5.71%	9.44%
Sharpe ratio	0.74	0.64
Maximum drawdown	11.11%	21.73%



Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

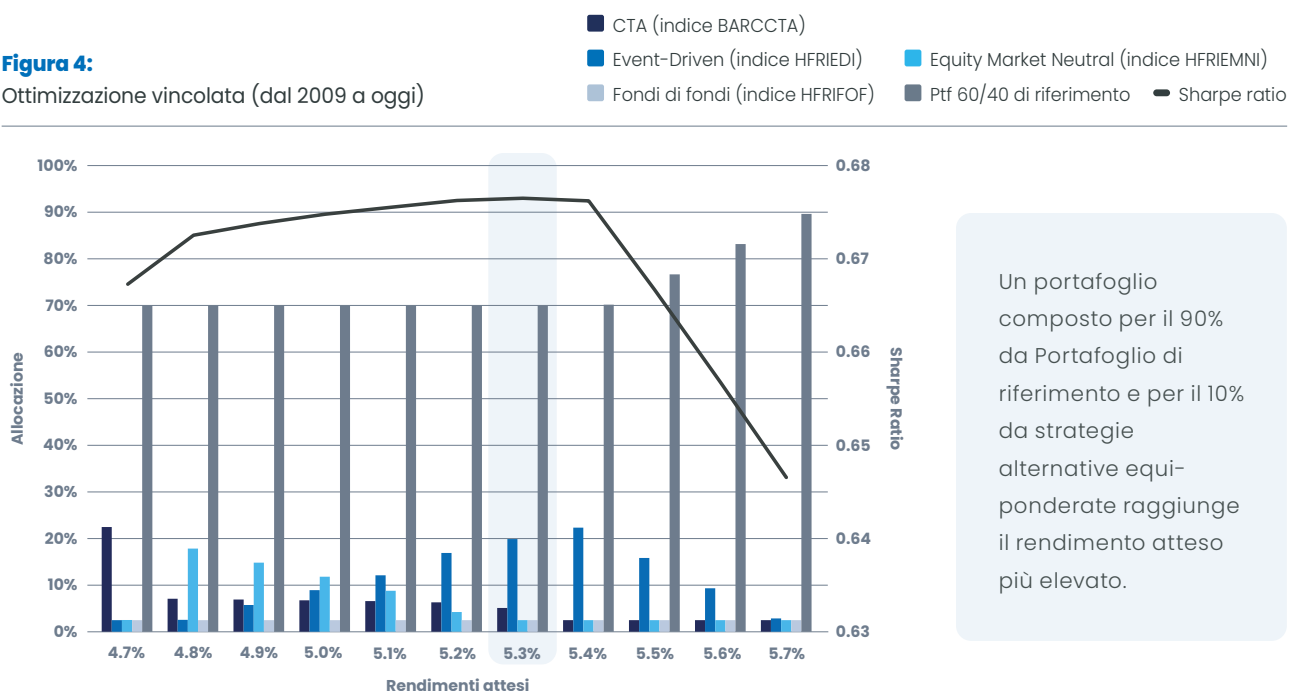
Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

Vediamo cosa succede ora se implementiamo una maggiore diversificazione e applichiamo vincoli sulle allocazioni delle strategie.

Ottimizzazione vincolata

In questo caso, i rendimenti più elevati vengono generati da una combinazione del 90% del Portafoglio di riferimento e di un 10% di strategie equiponderate (2,5%).

Figura 4: Ottimizzazione vincolata (dal 2009 a oggi)



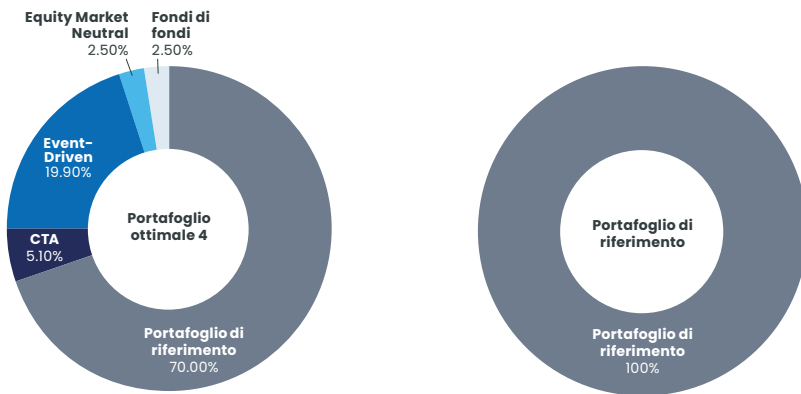
Un portafoglio composto per il 90% da Portafoglio di riferimento e per il 10% da strategie alternative equi-ponderate raggiunge il rendimento atteso più elevato.

Notiamo che l'indice di Sharpe più alto in questo periodo (0,68) è raggiunto da un portafoglio composto dal 70% di Portafoglio di riferimento, 5,1% di CTA, 19,9% di Event-Driven, 2,5% di Equity Market Neutral e 2,5% di Fund of Fondi. Come vediamo nella tabella, questa allocazione migliora solo marginalmente lo Sharpe Ratio; il miglioramento più significativo si ottiene con la riduzione del drawdown massimo (16,93% anziché 21,73%).

Statistiche	Portafoglio ottimale 4	Portafoglio di riferimento
Rendimento annualizzato	5.32%	6.01%
Volatilità	7.86%	9.44%
Sharpe ratio	0.68	0.64
Maximum drawdown	16.93%	21.73%

Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024



Osservazioni dell'intermediario

Dopo la crisi finanziaria globale, il tradizionale portafoglio 60/40 ha registrato una performance eccezionale, un risultato che non può essere eguagliato quando si introducono asset alternativi diversificati.

Ora diamo un'occhiata ai fatti, e più in particolare al 2022. Tra il brutale trend di consumi elevati post-Covid, le interruzioni sulle linee di produzione e la crisi energetica legata all'invasione dell'Ucraina, l'inflazione è aumentata drasticamente, raggiungendo livelli che non si vedevano da 40 anni. In mezzo a

questi eventi, sia le azioni che le obbligazioni sono scese e il portafoglio 60/40 ha registrato una performance negativa del -17,24% (rettificata dai tassi della Fed), segnalando la fine del "Central Banks Put". Questo sembra ricordare il fatto che le politiche economiche e geopolitiche non dovrebbero essere ignorate e che i piani di allocazione dovrebbero sempre integrare un'analisi del contesto generale e dell'ambiente futuro. Ora che ci troviamo in un nuovo paradigma e che il 60/40 non è più la "unica soluzione", quale allocazione dovremmo privilegiare per il 2024?

Nel 2022, i prezzi delle materie prime hanno raggiunto livelli record e le linee di produzione sono state interrotte:

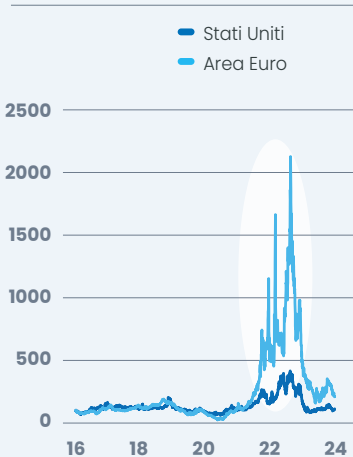
Prezzo dei metalli industriali

Gennaio 2016 = 100



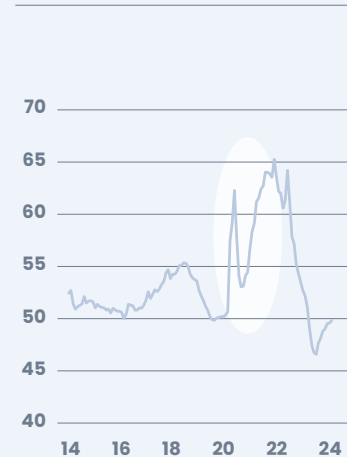
Prezzo del gas naturale

Gennaio 2016 = 100, valuta locale



Tempi di consegna dei fornitori

PMI manifatturiero mondiale



Fonte: Candriam, Bloomberg

2. Quale portafoglio per il 2024?

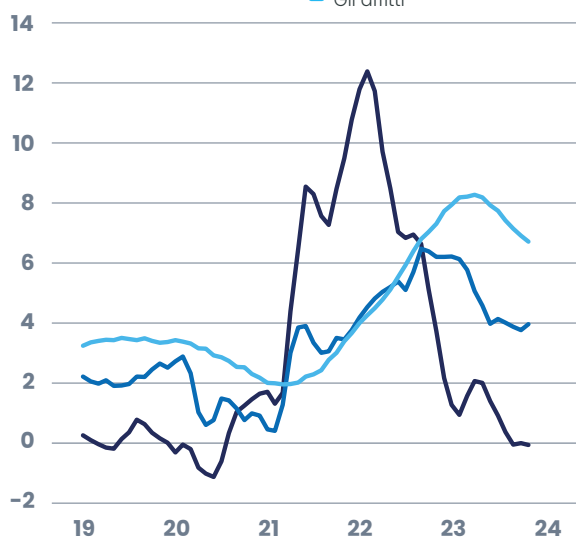
Anche se i timori di un atterraggio duro seguito da una recessione erano legittimi un anno fa, le banche centrali sono riuscite a raffreddare le pressioni inflazionistiche senza innescare la recessione temuta dai mercati. Come facciamo spesso nei nostri giornali, consideriamo l'economia statunitense come un indicatore anticipatore di quella globale. Facendo riferimento alle fasi del ciclo economico descritte in dettaglio nel nostro articolo "Sulla razionalità economica dei CTA", stimiamo che l'economia globale sia attualmente in una fase di crescita e potremmo anche sostenere che si sta dirigendo verso una fase di espansione.

Figura 5:
Il 2023 e il calo dell'inflazione

Inflazione core negli Stati Uniti

% anno dopo anno

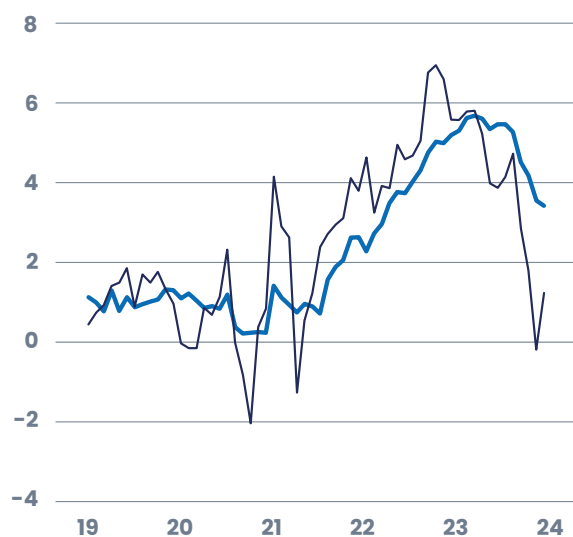
- Beni fondamentali
- Servizi principali esclusi gli affitti
- Gli affitti



Inflazione di base dell'area euro

%

- % anno dopo anno
- Delta / 3 mesi

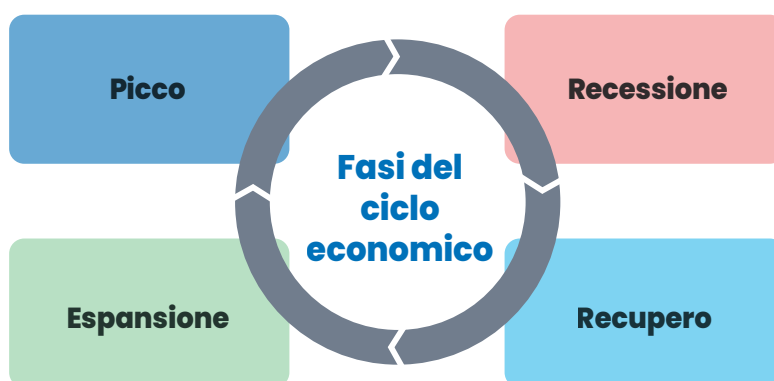


Fonte: Candriam, Bloomberg



E adesso, per il 2024? In modo pragmatico, vediamo due possibili percorsi per l'economia globale: **o il 2024 sarà caratterizzato dal ciclo di espansione oppure potremmo entrare in una fase di picco seguita da una recessione.** Dal punto di vista dell'investitore, partendo da un portafoglio tradizionale 60/40, utilizzeremo la Teoria del Portafoglio Moderno per cercare di identificare la migliore allocazione in base alle nostre aspettative e all'ambiente in arrivo.

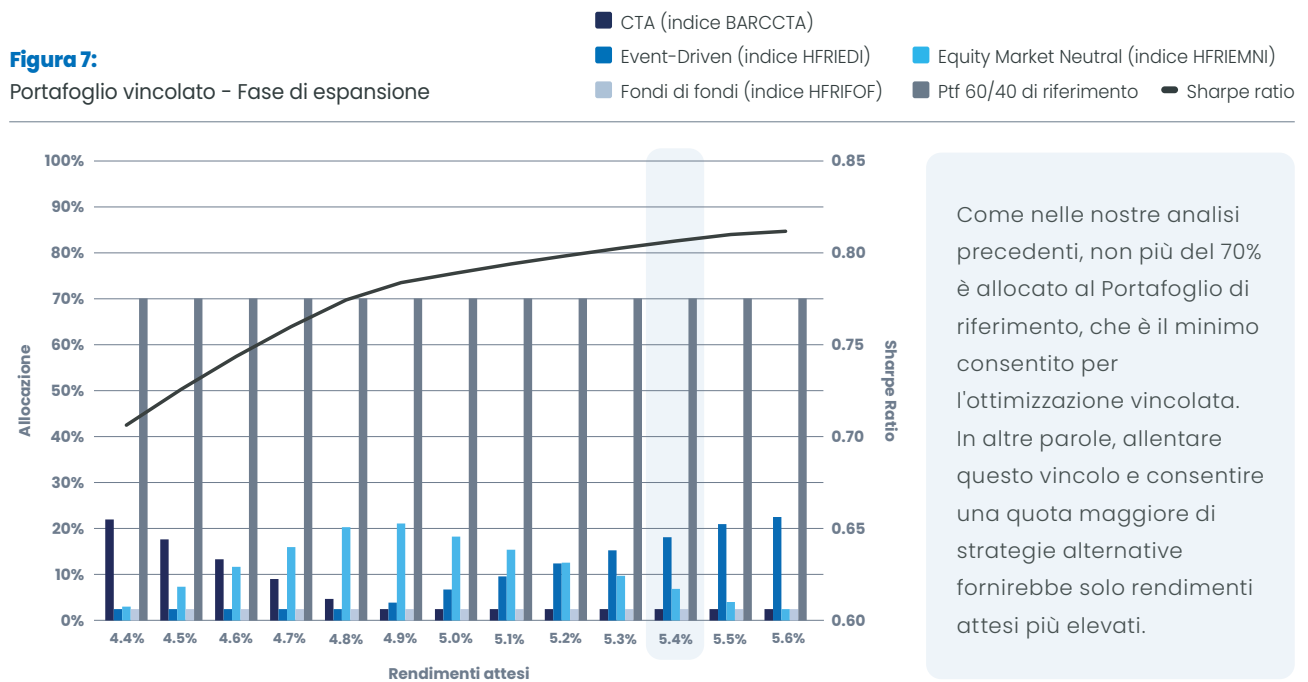
Figura 6:
Le quattro fasi del ciclo economico



Fonte: Candriam.

2.1. Scenario 1 : una fase di espansione prolungata

Utilizzando la stessa metodologia di "On the economic rationality of CTAs", concentriamo la nostra analisi sui mesi corrispondenti alle fasi di espansione tra il 1990 e oggi, ovvero 262 mesi di rendimenti in eccesso⁴. Sulla base di questo set di dati, eseguiamo uno studio ex post sull'allocazione ottimale, limitando i pesi a [70%, 90%] per il Portafoglio di riferimento e consentendo fino al 30% per strategie alternative, con una soglia minima al 2,5% su ciascuna di esse.

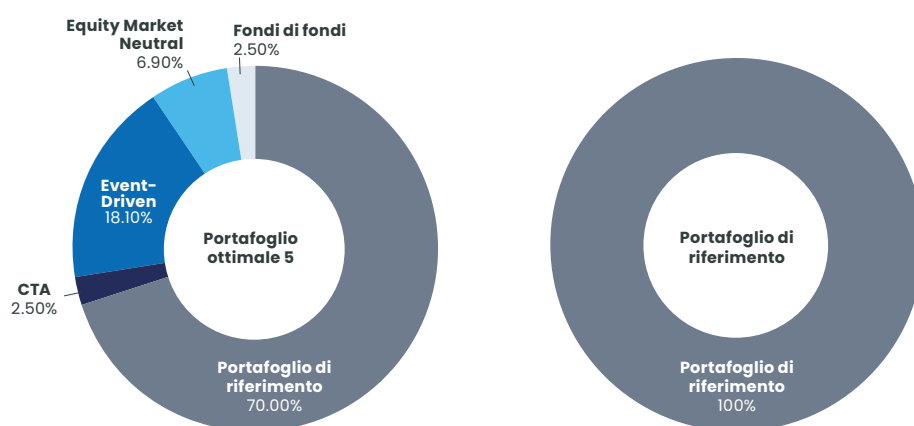


Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

4 -Utilizziamo i rendimenti in eccesso sui tassi dei fondi federali

Statistiche	Portafoglio ottimale 5	Portafoglio di riferimento
Rendimento annualizzato	5.40%	5.45%
Volatilità	6.70%	8.21%
Sharpe ratio	0.81	0.66
Maximum drawdown	16.99%	21.73%



Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

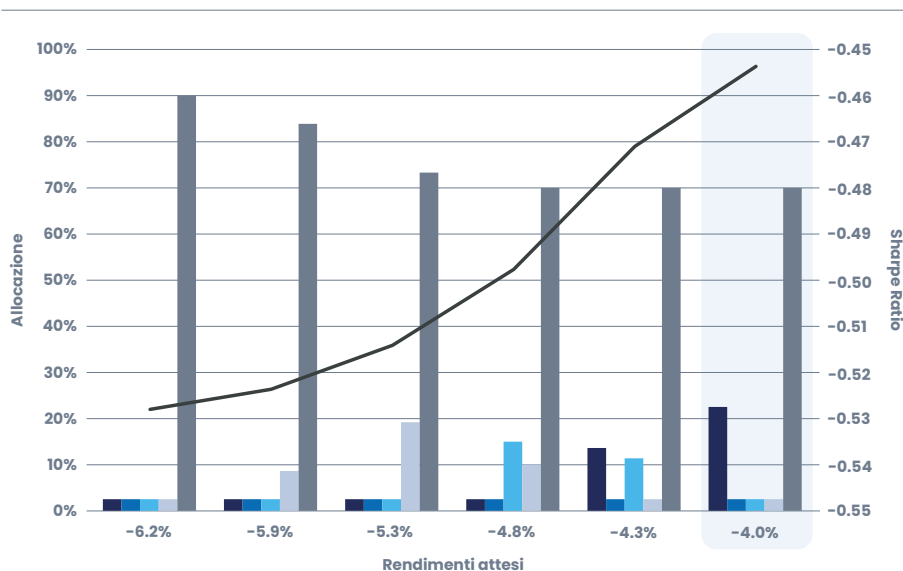
Inoltre, individuando l'allocazione che corrisponde ai rendimenti attesi del Portafoglio 60/40, troviamo la seguente composizione: 70% di Portafoglio di riferimento, 2,5% di CTA e 2,5% di Fondi di Fondi, 18,1% di Event-Driven e 6,9% di Equity Market Neutral. Questo nuovo portafoglio migliora l'indice di Sharpe di 0,15 e riduce il drawdown massimo dal 21,73% al 16,99%.

2.2. Scenario 2: un picco seguito da una recessione

Abbiamo appena visto che, anche in una fase di espansione, diversificare un portafoglio tradizionale 60/40 con strategie alternative contribuisce a migliorarne il profilo rendimento/rischio, in particolare lo Sharpe Ratio e il drawdown massimo. Come abbiamo osservato nella nostra analisi degli ambienti di picco e di recessione (come definiti nel nostro articolo "On the economic rationality of CTAs"), l'allocatione ottimale basata su 75 mesi storici di periodi di picco e di recessione mostra questa volta **un passaggio significativo a strategie alternative**, con un sovrappeso nei CTA e, in misura minore, nelle strategie Equity Market Neutral. Possiamo vedere qui un'altra prova delle ben note e documentate proprietà di copertura del rischio di coda dei CTA. La performance massima è generata dal portafoglio che assegna il 22,5% ai CTA e il 2,5% agli altri segmenti alternativi.

Figura 8: Portafoglio vincolato: picco e recessione

■ CTA (indice BARCCTA) ■ Event-Driven (indice HFRIEDI) ■ Equity Market Neutral (indice HFRIEMNI)
 ■ Fondi di fondi (indice HFRIFOFO) ■ Ptf 60/40 di riferimento — Sharpe ratio

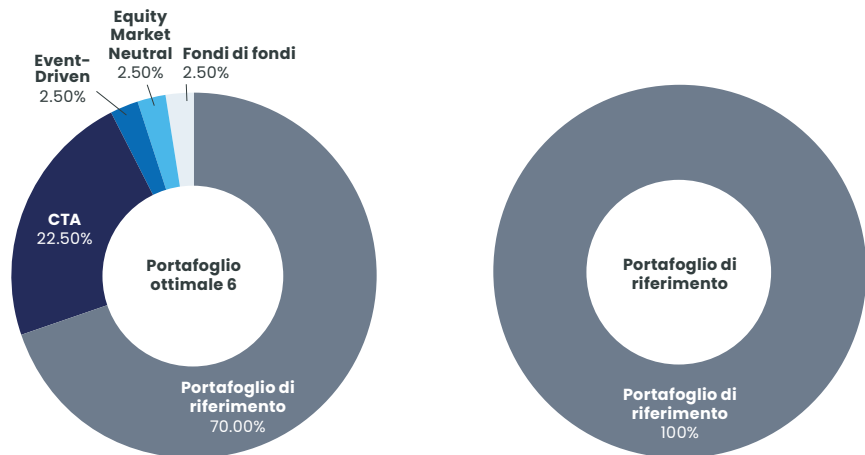


In una fase di "Picco e Recessione", la performance massima e l'indice di Sharpe vengono generati dal portafoglio che alloca il 70% al Portafoglio di riferimento, il 22,5% ai CTA e il 2,5% agli altri tre segmenti alternativi.

Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

Statistiche	Portafoglio ottimale 6	Portafoglio di riferimento
Rendimento annualizzato	-4.04%	-6.96%
Volatilità	8.90%	12.85%
Sharpe ratio	-0.45	-0.54
Maximum drawdown	31.02%	45.83%



Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

In questo articolo abbiamo mostrato i vantaggi per gli investitori derivanti dalla diversificazione dei loro tradizionali portafogli azionari/obbligazionari attraverso l'introduzione di strategie alternative, ad eccezione del periodo post-GFC in cui le banche centrali avevano adottato il paradigma del "Whatever it takes". Questo effetto di diversificazione è apparso positivo sull'intero periodo così come in specifiche fasi del ciclo economico, ovvero le fasi di Espansione, di Picco e di Recessione. Tuttavia, finora queste simulazioni sono state effettuate con allocazioni statiche. Sarà interessante fare un ulteriore passo avanti e testarli in ambienti più dinamici. In particolare, è stato dimostrato che l'allocazione in bucket alternativi dovrebbe essere diversa a seconda della fase economica/aziendale. In parole povere, **le strategie Event-Driven dovrebbero essere preferite durante i periodi di espansione, mentre i CTA e le strategie Equity Market Neutral dovrebbero essere favorite nelle fasi di picco e di recessione.** Quindi suggeriremo un processo di allocazione che passa da un segmento alternativo all'altro a seconda di un indicatore ambientale o economico.

Costruire

segmenti

3. Costruire segmenti alternativi resilienti.

3.1. Il framework

Come accennato in precedenza, mentre un'implementazione non vincolata dell'ottimizzazione di Markowitz potrebbe suggerire allocazioni elevate a strategie alternative, dobbiamo tenere conto dei potenziali problemi di scalabilità e adattare di conseguenza il nostro framework. Inoltre, considerando un portafoglio tradizionale 60/40 come componente principale della nostra allocazione, le nostre analisi hanno rivelato che nella maggior parte dei casi, solo il 70% del portafoglio dovrebbe essere investito nelle asset class azionarie/obbligazionarie e che una quota del 30% di gli asset alternativi dovrebbero essere allocati tra le strategie disponibili. A questo punto, questo ci fornisce un quadro generale che possiamo perfezionare concentrandoci sul contenuto del segmento alternativo. **Quale sarebbe il segmento alternativo più resiliente in funzione del contesto economico?**

Definizione delle allocazioni di propensione/avversione al rischio

Seguendo le allocazioni di Markowitz in periodi diversi - dal 1990 o dopo la crisi finanziaria globale -, consideriamo **un bucket alternativo di propensione al rischio** composto da 5% di CTA, 5% Equity Market Neutral, 5% Funds of Funds e 15 % di Event-Driven. Al contrario, analizzando le fasi di picco e di recessione (vedi 2.2), sembra che i CTA e l'Equity Market Neutral dovrebbero essere sovrappesati. Sugeriamo pertanto **un'allocazione con avversione** al rischio del 12,5% nei CTA, del 12,5% in Equity Market Neutral, del 2,5% in Event-Driven e del 2,5% in Fondi di fondi.

Fasi di transizione: definire un indicatore

Ora sorge la domanda su come passare da una fase all'altra... Sicuramente il processo più esatto sarebbe quello di abbinare i cicli economici, ma come possiamo identificarli? Le statistiche tendono a ritardare: dalla pubblicazione delle statistiche sulla crescita da parte del FMI o di qualsiasi altro ente ufficiale, all'identificazione e al formalismo ufficiale delle fasi di recessione da parte del NBER. Le discussioni con i nostri economisti ci hanno suggerito di **considerare il tasso di disoccupazione statunitense come l'indicatore più in tempo reale dell'attuale contesto economico**, una sorta di *indicatore nowcast*.

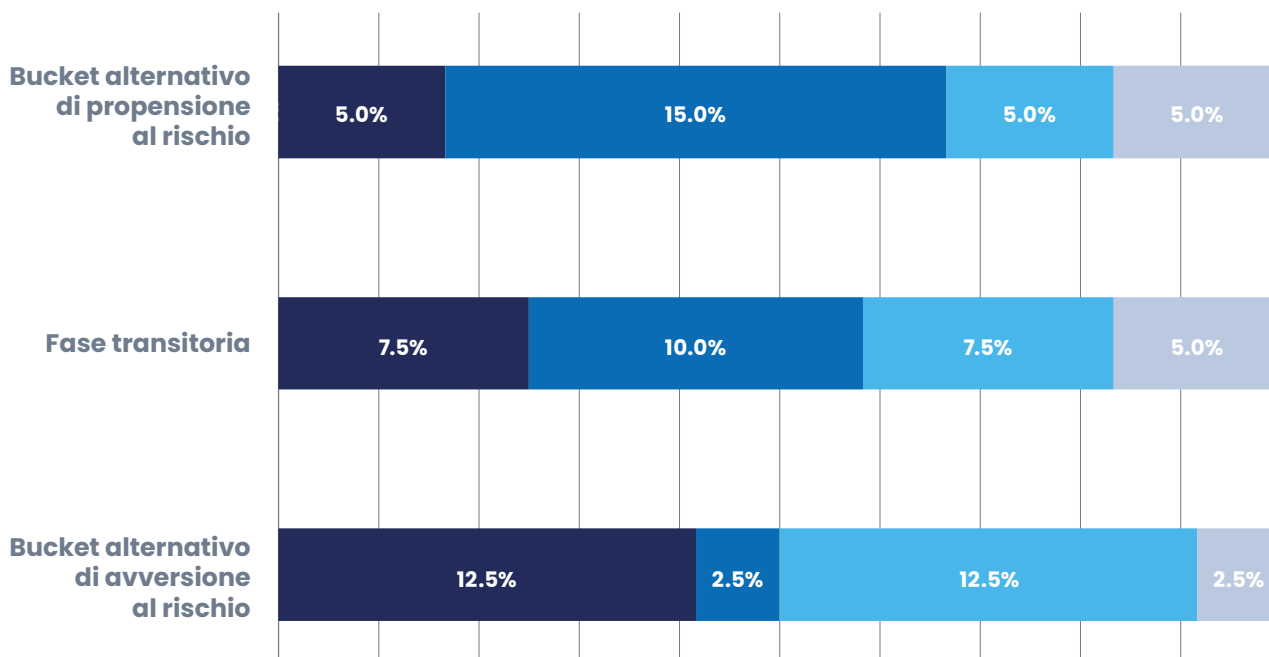
Su questa base, presumiamo che uno **slancio negativo di sei mesi su questo indicatore riveli un ambiente sano, pertanto siamo a favore di una**

manica alternativa propensa al rischio; al contrario, **uno slancio positivo a 6 mesi porterebbe a preferire l'allocazione con avversione al rischio**. Per un'implementazione più pragmatica, in particolare per evitare un turnover elevato e passaggi bruschi e a breve termine tra le fasi, definiamo uno **stato transitorio** e assegniamo a questo stato un'allocazione del 10% di strategie Event-Driven e del 7,5% di CTA, 7,5% Equity Market Neutral e 5% Fondi di fondi. Questo stato viene utilizzato quando osserviamo un cambiamento nella dinamica del tasso di disoccupazione; se questo slancio viene confermato, l'allocazione si sposta nella direzione confermata, oppure ritorna allo stato precedente.

Figura 9:

Assegnazioni alternative delle maniche in funzione delle fasi economiche

■ CTA ■ Event-Driven
■ Equity Market Neutral ■ Fondi di fondi



Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

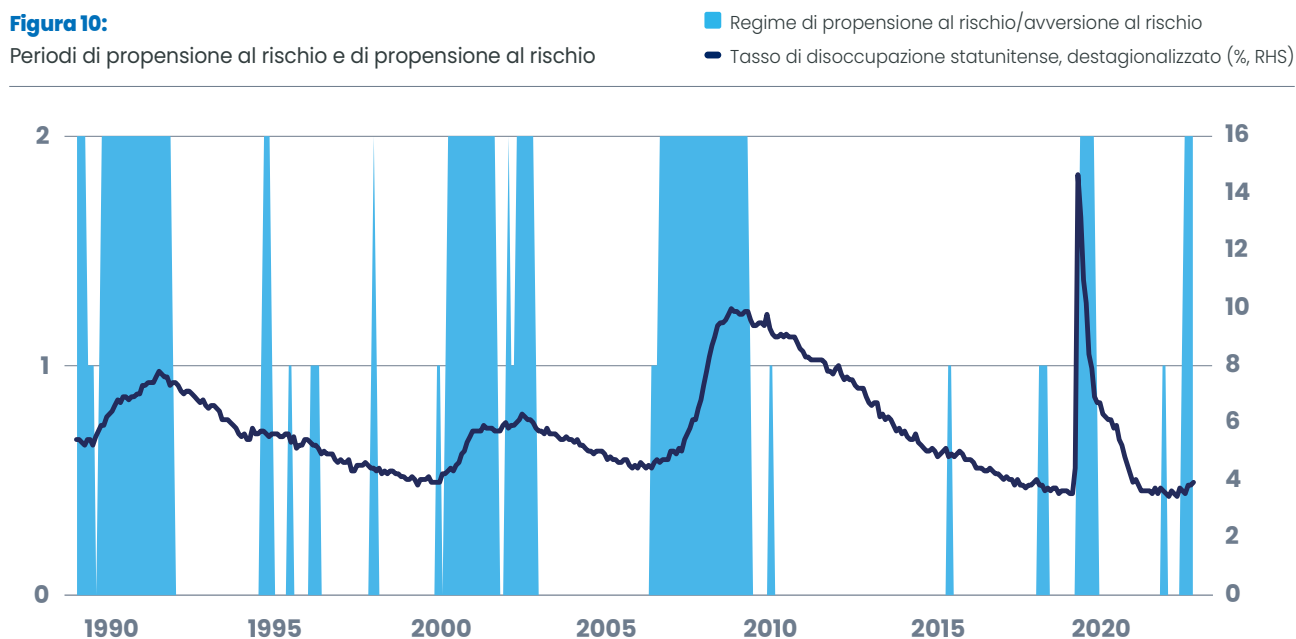
3.2. Performance del portafoglio 40/30/30

Ora che abbiamo definito il nostro framework, confrontiamo il comportamento del portafoglio di riferimento e quello del rendimento assoluto. Costruiamo un **portafoglio Alternativo** al 100% in cui allochiamo le strategie in base alle fasi di propensione al rischio, di avversione al rischio e transitorie:

- Fase di propensione al rischio: 50% Event-Driven, 16,67% CTA, 16,67% Equity market neutral, 16,67% Fondo di fondi
- Fase transitoria: 33,33% Event-Driven, 25% CTA, 25% Equity market neutral, 17,67% Fondo di fondi.
- Fase di avversione al rischio: 41,67% CTA, 41,67% Equity market neutral, 8,33% Event-Driven e 8,33% Fondo di fondi.

Costruiamo inoltre un portafoglio che combina il 70% di asset tradizionali (il nostro portafoglio azionario/obbligazionario 60/40) e il 30% di strategie alternative con un'allocazione variabile (propensione al rischio/avversione al rischio/fasi transitorie), consentendo arrotondando, si ottiene all'incirca un **40/30/30**.

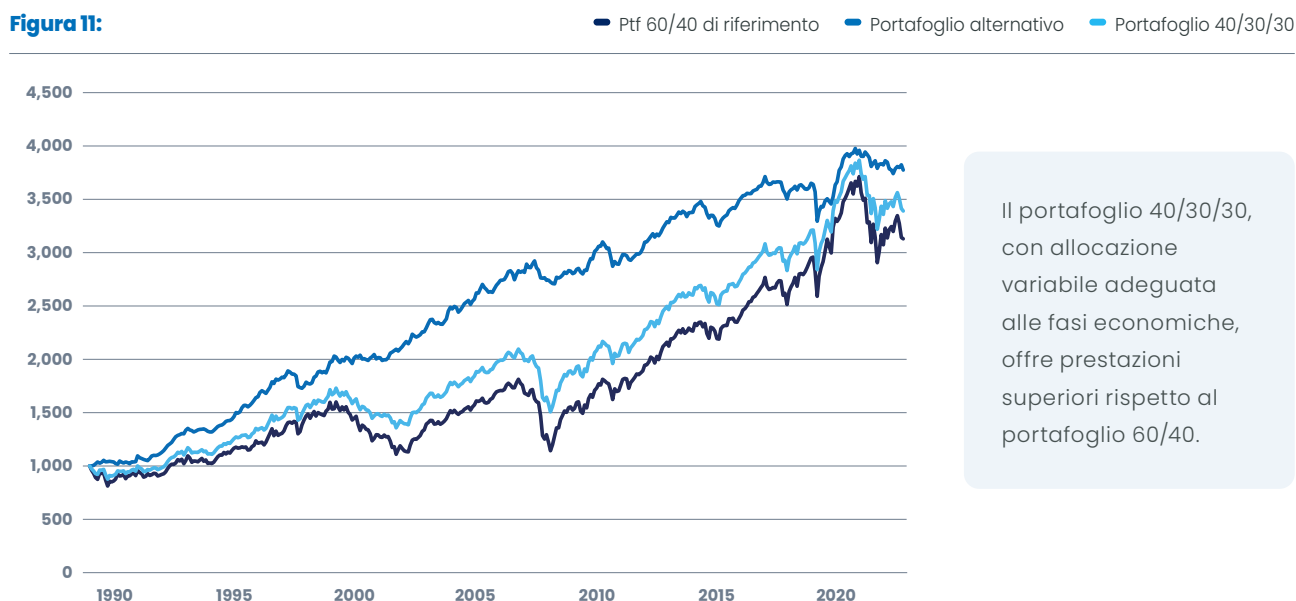
La figura seguente illustra i periodi di propensione al rischio e di avversione al rischio dal 1990.



Fonte: Simulazione Candriam, Bloomberg, gennaio 2024

Come al solito, mostriamo i dati sulla performance sotto forma di rendimenti in eccesso, rettificato dai tassi di finanziamento della Fed.

Figura 11:



Il portafoglio 40/30/30, con allocazione variabile adeguata alle fasi economiche, offre prestazioni superiori rispetto al portafoglio 60/40.

Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

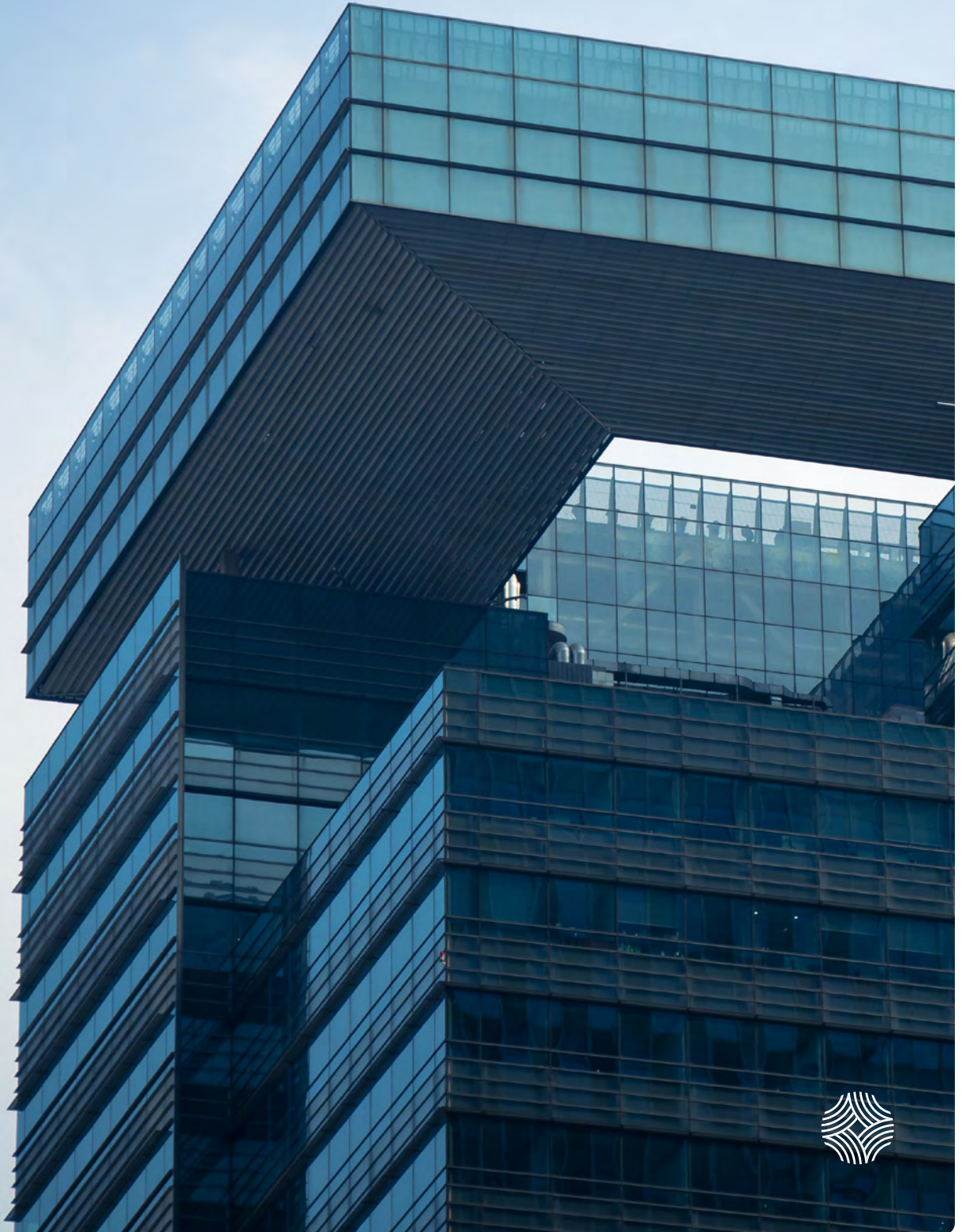
Dalla tabella statistica riportata di seguito risulta chiaro che la pura strategia Alternativa raggiunge un interessante Sharpe Ratio e massimi drawdown nel periodo in esame. Combinandolo con il portafoglio di riferimento consente di migliorare significativamente il profilo 60/40 su tutte e tre le metriche: il portafoglio risultante 40/30/30 ha rendimenti più elevati (+0,3% annualizzato), un indice di Sharpe più elevato (+40%) e un drawdown massimo inferiore (-24%).

	Portafoglio alternativo	Portafoglio di riferimento (60/40)	Portafoglio 40/30/30
Rendimento annualizzato	4.00%	3.43%	3.67%
Volatilità	4.32%	9.54%	7.43%
Sharpe ratio	0.93	0.36	0.49
Maximum drawdown	11.28%	36.93%	28.11%

Le performance passate di un dato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di performance passate, o le previsioni di performance future non prevedono rendimenti futuri.

Fonte: Candriam, simulazione, gennaio 2024

Anche in questo caso, le cifre parlano da sole. Dopo le sfide del 2022, è legittimo sostenere che **sebbene il 60/40 non sia del tutto obsoleto, il 40/30/30 appare come un'opzione interessante** per orientarsi nell'ambiente attuale.



Osservazioni conclusive.

Attraverso questo documento, abbiamo visto che, tranne durante il periodo eccezionale di sostegno delle banche centrali in seguito alla Grande Crisi Finanziaria, **diversificare un portafoglio tradizionale 60/40 introducendo strategie alternative di rendimento assoluto tende a migliorare il profilo rendimento/rischio sia aumentando la performance sia riducendo il rischio** (volatilità, drawdown). Inoltre, abbiamo utilizzato la moderna teoria del portafoglio per dimostrare che le allocazioni ottimali possono variare a seconda dei periodi o dei regimi economici, il che evidenzia i vantaggi delle allocazioni dinamiche.

Per affrontare questo punto, abbiamo costruito una strategia di base di propensione al rischio/avversione al rischio basata su un indicatore "nowcast" relativo al tasso di disoccupazione statunitense, che determina l'allocazione di un segmento alternativo del 30% tra CTA, Event-Driven, Equity Market Neutral e Fondi di fondi: sovrappesare Event-Driven quando l'economia sembra sana e favorire i CTA e le strategie Equity Market Neutral in casi contrari.

Ovviamente questo studio non è esaustivo. Esistono molte altre tecniche di allocazione, molti altri asset alternative e potenziali indicatori anticipatori. Tuttavia, la strategia ha il merito di **dimostrare il valore aggiunto delle strategie alternative nell'attuale contesto, potenzialmente duraturo**. Dopotutto, ricordiamo che, per loro stessa natura, le strategie alternative mirano a generare performance decorrelate rispetto ai tassi di interesse a breve termine – e quindi a trarre vantaggio da questo contesto di tassi elevati.

Come Galileo che confermò il sistema dell'eliocentrismo di Copernico, concludiamo con una delle nostre massime preferite: *"Mi piace pensare che sia meglio avere una buona convinzione che avere una falsa certezza"*.

Rischi.

Tutti gli investimenti comportano rischi, compreso il rischio di perdita di capitale.

I rischi più significativi delle strategie alternative sono:

- **Rischio di perdita di capitale**
- **Rischio del tasso di interesse**
- **Rischio azionario**
- **Rischio di credito**
- **Rischio di valuta**
- **Rischio di controparte**
- **Rischio di volatilità**
- **Rischio legato agli strumenti finanziari derivati**
- **Rischio di liquidità**
- **Rischio legato ai mercati emergenti**
- **Rischio di arbitraggio**
- **Rischio di leva finanziaria**
- **Rischio modello**
- **Rischi di fattori esterni**
- **Rischio del fornitore dell'indice**
- **Rischio di rendimento elevato**
- **Rischio delle materie prime**
- **Rischio di investimento ESG**
- **Rischio in materia di sostenibilità**

Questo elenco non è esaustivo e maggiori dettagli sui rischi associati all'investimento in strategie alternative sono disponibili nel prospetto e nel KID delle relative strategie.

Appendice.

Descrizione dell'indice

Indice MSCI World Net Total Return USD

(Fonte: Bloomberg)

© MSCI. All rights reserved. Indice MSCI World Net Total Return USD. Indici azionari Morgan Stanley Capital International in dollari USA. Gli indici con dividendi netti reinvestiti utilizzano lo stesso dividendo meno i calcoli del credito d'imposta, ma sottraggono le ritenute alla fonte per gli stranieri che non beneficiano di un trattato contro la doppia imposizione.

Indice BarclayHedge CTA

(Fonte: Bloomberg)

L'indice BarclayHedge CTA fornisce un punto di riferimento della performance rappresentativa dei consulenti di trading di materie prime (CTA). Per qualificarsi per l'inclusione nell'Indice, un CTA deve avere quattro anni di performance precedenti.

Quando un CTA già presente nell'Indice introduce un programma aggiuntivo, questo programma aggiuntivo viene aggiunto all'Indice dopo il suo secondo anno. Al fine di limitare potenziali distorsioni al rialzo, nell'Indice sono inclusi solo i CTA con almeno quattro anni di performance storica e la cronologia delle performance inizia con il quinto anno, ignorando i primi quattro anni di performance. Nel 1999, 319 programmi CTA sono stati inclusi nel calcolo del Barclay CTA Index. L'indice non viene ponderato e viene ribilanciato all'inizio di ogni anno.

Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD

(Fonte: Bloomberg)

L'indice Bloomberg Barclays US Aggregate Bond è un benchmark di punta ad ampio spettro che misura il mercato delle obbligazioni imponibili a tasso fisso, investment grade, denominate in dollari USA. L'indice comprende titoli del Tesoro, titoli societari e legati al governo, MBS (pass-through ARM ibridi e a tasso fisso), ABS e CMBS (agency e non agency).

Indice HFRIEDI: Event-Driven

(Fonte: HFR)

Event-Driven: Gestori degli investimenti che mantengono posizioni in società attualmente o potenzialmente coinvolte in operazioni societarie di un'ampia varietà, tra cui, a titolo esemplificativo, fusioni, ristrutturazioni, stress finanziario, OPA, riacquisti di azionisti, scambi di debito, emissione di titoli o altri aggiustamenti della struttura del capitale. I tipi di titoli possono variare dal più senior nella struttura del capitale al più junior o subordinato e spesso comportano ulteriori titoli derivati. L'esposizione event-driven comprende una combinazione di sensibilità ai mercati azionari, ai mercati del credito e a sviluppi idiosincratici specifici dell'azienda. Le tesi di investimento sono tipicamente basate su caratteristiche fondamentali (in contrapposizione a quelle quantitative), con la realizzazione della tesi basata su uno sviluppo specifico esogeno alla struttura del capitale esistente.

Indice HFRIFOF: Fondo dei fondi

(Fonte: HFR)

I fondi di fondi investono con più gestori tramite fondi o conti gestiti. La strategia delinea un portafoglio diversificato di gestori con l'obiettivo di ridurre significativamente il rischio (volatilità) di investire con un singolo gestore. Il gestore del Fondo di fondi ha discrezione nella scelta delle strategie in cui investire per il portafoglio. Un gestore può allocare fondi a numerosi gestori all'interno di un'unica strategia o a numerosi gestori in più strategie. L'investimento minimo in un Fondo di fondi può essere inferiore a un investimento in un singolo hedge fund o conto gestito. L'investitore ha il vantaggio della diversificazione tra gestori e stili con un capitale significativamente inferiore rispetto all'investimento con gestori separati. SI PREGA DI NOTARE CHE: L'indice HFRI Fund of Funds non è incluso nell'indice HFRI Fund Weighted Composite.

Indice HFRIEMNI: Equity Market Neutral

(Fonte: HFR)

Le strategie Equity Market Neutral utilizzano tecniche quantitative sofisticate di analisi dei dati sui prezzi per accertare informazioni sui futuri movimenti dei prezzi e sulle relazioni tra i titoli, selezionare i titoli per l'acquisto e la vendita. Queste possono includere strategie di arbitraggio/trading basate su fattori e statistiche. Le strategie di investimento basate sui fattori includono strategie in cui la teoria di investimento si basa sull'analisi sistematica delle relazioni comuni tra i titoli. In molti casi, ma non in tutti, i portafogli sono costruiti per essere neutrali rispetto a una o più variabili, come i mercati azionari più ampi in termini di dollari o beta, e la leva finanziaria viene spesso utilizzata per migliorare il profilo di rendimento delle posizioni identificate. Le strategie di arbitraggio/trading statistico consistono in strategie in cui la teoria di investimento si basa sullo sfruttamento delle anomalie di prezzo che possono verificarsi in funzione della prevista ritorno alla media inerente ai prezzi dei titoli; possono essere impiegate tecniche ad alta frequenza e strategie di negoziazione sulla base di analisi tecniche o in modo opportunistico per sfruttare nuove informazioni che il gestore degli investimenti ritiene non siano state, completamente o accuratamente scontate nei prezzi correnti dei titoli. Le strategie Equity Market Neutral in genere mantengono la caratteristica esposizione netta al mercato azionario non superiore al 10% long o short.



144 Mld€

AUM a fine giugno 2023*



+600

Professionisti esperti



+ 25 anni

leader negli investimenti sostenibili

Il presente documento commerciale viene fornito solo a scopo informativo. Non costituisce un'offerta di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, una raccomandazione di investimento o una conferma di qualsiasi transazione, se non diversamente specificato. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti utilizzate, errori o omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere ritenuta responsabile per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento e il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previa autorizzazione scritta.

Attenzione - i risultati passati, le simulazioni dei risultati passati e le previsioni dei risultati futuri di uno strumento finanziario, indice, strategia o servizio di investimento non sono indicatori affidabili dei risultati futuri. La performance lorda può essere influenzata da commissioni, commissioni e altri oneri. La performance espressa in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore è soggetta alle fluttuazioni del tasso di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni.

Candriam raccomanda agli investitori di consultare il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, il prospetto e qualsiasi altra informazione rilevante, compreso il valore patrimoniale netto dei fondi, sul proprio sito web www.candriam.com prima di investire in uno dei suoi fondi. I diritti degli investitori e le procedure di reclamo sono disponibili sulle pagine normative dedicate del sito web di Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatoryinformation/>. Queste informazioni sono disponibili in inglese o nella lingua locale di ciascun paese in cui il fondo è autorizzato alla vendita. In conformità alle leggi e ai regolamenti applicabili, Candriam può decidere di porre fine in qualsiasi momento agli accordi di commercializzazione dei fondi interessati.

*A partire dal 30/06/2023, Candriam ha modificato la metodologia di calcolo degli asset in gestione (AUM) e l'AUM ora include determinati asset, come l'AUM non discrezionale, la selezione di fondi esterni, i servizi di overlay, inclusi i servizi di screening ESG, servizi di [consulenza], servizi di white labeling e servizi di consegna di portafogli modello che non si qualificano come asset in gestione regolamentare, come definito nel modulo ADV della SEC. L'AUM è riportato in USD. L'AUM non denominato in USD è convertito al tasso spot del 30/06/2023.



CANDRIAM. INVESTIRE PER DOMANI

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY