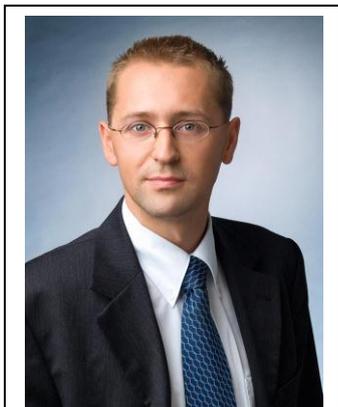


Q&A Raiffeisen 337-Strategic Allocation Master



Dott. Peter Schlagbauer, CFA
Gestore Team Multi Asset Strategies

1. Il 2013 è stato in generale un anno difficile per l'universo dei fondi "risk parity". Quali sono state, secondo lei, le principali ragioni per le difficoltà subite da questo approccio?

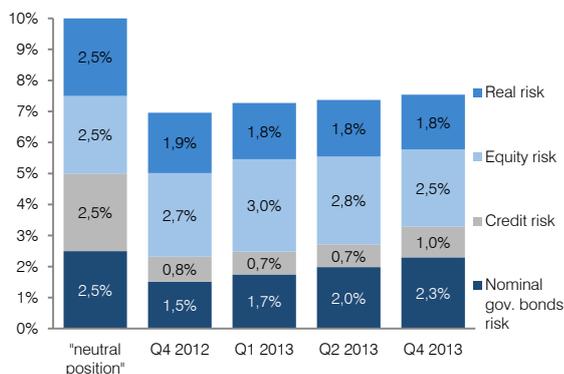
Le ragioni sono principalmente due. La prima va ricercata nell'aumento delle valutazioni nei mercati azionari, i quali (in particolare il mercato azionario USA) sono saliti ben oltre i fondamentali sottostanti: osservando lo sviluppo dell'indice S&P 500, vediamo ad esempio che esso è salito del 44% da giugno 2012 a gennaio 2014, mentre nello stesso periodo gli utili aziendali sono aumentati di solo il 6,6%. Chiaramente i mercati azionari stanno performando meglio degli utili, i quali rappresentano uno dei fondamentali sottostanti. La seconda ragione è lo sviluppo dei rendimenti reali ("real yields"). Prima della crisi del 2008 i rendimenti reali si attestavano fra l'1,5% e il 3%. Negli anni successivi al 2008 si è avuto uno sviluppo verso il basso dei rendimenti reali, da un territorio positivo ad uno negativo (-0,5%). Fino alle affermazioni sul «tapering» da parte della Federal Reserve americana, questo livello dei rendimenti reali veniva pienamente accettato da molti fra gli operatori di mercato a

causa del sovra-indebitamento delle economie dei Paesi sviluppati. Una delle vie d'uscita da questo sovra-indebitamento è infatti rappresentato da più bassi rendimenti reali. Si è trattato di una scossa molto forte e di un cambiamento decisivo nel contesto economico e nel «pricing» del mercato durante il 2013. Questi due fattori hanno pesantemente inciso sulla performance dei fondi risk parity e, in particolare, su quella dei fondi risk parity di Raiffeisen Capital Management.

2. Quali sono le principali caratteristiche dell'approccio "risk parity" in casa Raiffeisen?

Il punto di partenza nella costruzione del portafoglio è per noi la ponderazione neutrale ed equilibrata di 4 fattori di rischio: rischi reali, di spread, azionari e di variazione del tasso d'interesse nominale o di duration. Nella costruzione del portafoglio questo equilibrio viene poi modificato in modo da includere quelle classi di attivo per le quali ci attendiamo dei premi di rischio positivi, ma in modo da diversificare e da rendere il portafoglio del fondo resistente nei vari scenari economici possibili. A differenza di altri fondi della concorrenza, i fondi risk parity di Raiffeisen non utilizzano soltanto azioni, titoli di stato nominali e commodity futures, bensì tutte le classi di attivo disponibili come, ad esempio, le obbligazioni corporate o i titoli inflation-linked. La differenza rispetto ai fondi bilanciati classici non risiede soltanto nella definizione di quali classi di attivo includere e come ponderarle, ma presuppone un approccio basato su un universo d'investimento flessibile creato attraverso delle stime di rendimento e di rischio. Il nostro approccio si basa su rapporti di rischio/rendimento di lungo termine. La nostra asset allocation strategica non è di breve termine (1-3 mesi) ma è piuttosto «valuation driven», ovvero guidata dalle valutazioni su di un orizzonte temporale di 5 anni.

3. Come è cambiata la ripartizione fra i 4 fattori di rischio nel 2013 e quali sono state le contribuzioni di performance delle 4 categorie "risk parity" l'anno scorso?



In questo grafico potete osservare l'evoluzione della nostra "risk allocation" nel corso del 2013. L'istogramma di sinistra rappresenta un posizionamento neutrale con una volatilità-obiettivo al 10% e contribuzioni di rischio equamente suddivise fra i 4 fattori. Il 2013 (istogramma Q4 2012) era iniziato con una sottoponderazione complessiva mirante ad una volatilità del 7% e, per quanto riguarda i 4 fattori di rischio, la sola sovrapponderazione era rappresentata dal rischio azionario (contribuzione-obiettivo al 2,7% rispetto un posizionamento neutrale del 2,5%) mentre gli altri tre fattori erano sottoponderati. Nel corso del 2013 la tendenza è stata quella di aumentare leggermente il rischio complessivo operando nello stesso tempo delle modifiche nella ponderazione

Q&A Raiffeisen 337-Strategic Allocation Master

fra un fattore e l'altro: nel 1° trimestre 2013 (istogramma Q1 2013) abbiamo incrementato sia il rischio azionario (dal 2,7 al 3%) che il rischio di duration (dall'1,5 all'1,7%) e queste variazioni hanno apportato un beneficio per il fondo. La sovrapponderazione nel rischio azionario e lo sviluppo della ponderazione nel rischio di credito sono entrambi stati vantaggiosi per il fondo, mentre l'aumento nel rischio di duration nominale non ha apportato i risultati sperati. La tabella qui a sinistra illustra la "performance contribution" nel 2013 dei 4 fattori di rischio che compongono la nostra asset allocation: come potete osservare abbiamo subito una contribuzione negativa dalla componente "duration nominale" (rischio di tasso d'interesse nominale o di duration) di -181 punti base. Ciò non ha rappresentato il maggior problema per il fondo in quanto questa contribuzione negativa avrebbe potuto essere bilanciata dai contributi positivi della componente spread/credito (+7 bps) e della componente azionaria (+351 bps).

Fattori di rischio	Contributo
Rischio nominale/di duration	-181
Rischio di credito/spread	+7
Rischio azionario	+351
Rischi reali	-618
Totale	-441

Spesso una delle critiche ai fondi "risk parity" è che questi si focalizzano troppo su elevati rischi di duration e sull'esposizione ai titoli di stato nominali ma, come si può osservare dal grafico della pagina precedente, in questo caso ciò non ha rappresentato per noi il problema maggiore in quanto eravamo sottoponderati in queste asset class e avevamo una buona diversificazione in termini di esposizione regionale nella sezione dei titoli di stato, quindi la nostra gestione attiva in questo caso aveva pagato. Il vero problema per noi sono stati gli asset reali, che nel 2013 hanno contribuito in modo estremamente negativo, con oltre il 6% di performance negativa.

4. Come siete posizionati in termini di asset allocation strategica da inizio 2014?

Come potete osservare nel grafico di pagina 1 (istogramma Q4 2013), abbiamo iniziato il nuovo anno con la seguente ponderazione: rischi reali 1,8%, rischi azionari 2,5%, rischi di credito/spread 1,0%, rischio nominale/duration 2,3%. Al momento siamo quindi tuttora sottoponderati in termini di rischio complessivo, siamo sottoponderati nei rischi reali e nei rischi di credito ma abbiamo riportato la nostra posizione azionaria allo stato neutrale e abbiamo nuovamente aumentato nel 4° trimestre il nostro posizionamento nel rischio di duration (anche detto rischio sui titoli di stato nominali). La variazione più importante ha interessato il rischio azionario, ridotto di 0,3%, e il rischio di credito, aumentato di 0,3%. Questa è la prima volta che aumentiamo il rischio di credito a discapito delle azioni. Ciò è dovuto alla performance relativa dell'anno scorso e alla valutazione relativa, che è cambiata, fra rischi azionari e di credito. In passato eravamo piuttosto conservativi sulle obbligazioni dei mercati emergenti e, all'interno di una sezione, ciò è cambiato: non siamo tuttora molto «bullish» sulle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale (il rischio valutario legato ai mercati emergenti non è particolarmente attraente ed è stato ulteriormente ridotto nella nostra esposizione) ma troviamo del valore nelle «hard currencies» (valute «pesanti») dei mercati emergenti. L'anno scorso è stato possibile osservare come gli spreads si siano allargati fino ad un livello pari alla media decennale, che è ciò a cui assistiamo anche in questo momento: questi mercati non sono né costosi né particolarmente economici e qui potremmo incrementare ulteriormente la nostra esposizione se questi mercati dovessero diventare più convenienti. All'inizio di novembre-dicembre 2013 abbiamo cambiato il nostro posizionamento, ottenendo un rendimento del 6%, il che è una buona compensazione per il rischio. Nei mercati azionari, alcuni titoli erano già cari l'anno scorso e sono poi divenuti ancora più costosi: le valutazioni sono aumentate e noi abbiamo conseguentemente ridotto il rischio azionario riportandolo ad un livello neutrale.

5. Pensate che ci saranno nuovamente delle opportunità nei mercati emergenti in valuta locale?

Dipende da cosa faranno i mercati. Per alcune esposizioni valutarie bisogna essere consapevoli che negli ultimi anni è avvenuto un cambiamento nella competitività di queste economie. Fino all'anno scorso abbiamo assistito ad un normale apprezzamento nominale delle valute dei mercati emergenti e, anche grazie ai maggiori tassi d'inflazione, l'apprezzamento reale delle valute dei mercati emergenti rispetto ai mercati sviluppati si è rafforzato ancora di più. Nel 2009-10, quando avevamo la più alta esposizione in questi mercati, credevamo ancora che ci sarebbe stato un apprezzamento nominale delle valute. Ciò è stato vero fino all'anno scorso e, come è possibile osservare dalle bilance

Q&A Raiffeisen 337-Strategic Allocation Master

delle partite correnti, la competitività di questi mercati ne è stata indebolita. Siamo quindi conservativi rispetto allo sviluppo valutario di queste economie e non ci attendiamo che l'apprezzamento delle valute possa essere un "driver" significativo per performances positive. Piuttosto, nel breve termine, ciò ha più a che fare con i posizionamenti e questo è uno dei fattori di rischio che dobbiamo tenere sotto osservazione: ovvero le obbligazioni dei mercati emergenti, a causa dei posizionamenti, potrebbero subire delle vendite ancora maggiori. Crediamo che ci saranno dei buoni «momenti di ingresso» ma al momento crediamo che il rapporto di rischio/rendimento sia migliore nel comparto delle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta pesante. Se teoricamente i rendimenti («yields») delle valute locali aumentassero di altri 100 bps, questa compensazione potrebbe essere sufficiente per assumere il corrispondente rischio valutario. Rischi ce ne sono dappertutto, ma alcuni sono più attraenti di altri.

6. In base al vostro approccio, le azioni USA – una delle principali asset class in termini di performance positiva nel 2013 - non erano presenti nel portafoglio del Raiffeisen 337 nel corso del 2013. Perché non erano incluse e quali sono le vostre previsioni per questa asset class?

Uno degli indicatori su cui ci basiamo per l'analisi del mercato azionario USA è il rapporto medio prezzo/vendite (o "price to sales ratio", ovvero l'indicatore utilizzato per valutare il valore delle azioni, calcolato come rapporto tra il prezzo di mercato delle azioni e i ricavi di vendita). Analizzando l'evoluzione di questo dato vediamo che il rapporto P/S non è mai stato così elevato, nemmeno nel periodo precedente la crisi del 2008. Ciò significa che la media delle società USA è valutata in modo elevato, anche di più che durante la "bolla tecnologica", bolla che aveva interessato solo un segmento mentre tutti gli altri, come ad esempio gli "industrials" non ne erano stati coinvolti. Oggi, a causa di vari fattori, primo fra tutti la liquidità che ha inondato il mercato nel corso dei vari programmi di "quantitative easing", ciò si è allargato non solo ad un segmento ma a tutto il mercato azionario che nel suo insieme al momento è piuttosto costoso. Sappiamo poi che, partendo dal 2011, anno in cui il mercato stava vendendo azioni in modo molto marcato, queste vendite si sono via via sempre più quantitativamente ridotte e i periodi temporali fra una vendita e l'altra si sono sempre più accorciati. Una bolla del mercato azionario USA è uno dei rischi che intravediamo per il futuro.

Detto questo per il mercato USA, non siamo «bearish» per tutto il segmento azionario poiché, come indicato precedentemente, ci siamo appena posizionati in modo neutrale in quanto, secondo noi, in alcuni comparti azionari è comunque possibile scovare del valore, ad esempio nei mercati azionari dell'Europa dell'est. Anche nei mercati azionari europei sviluppati che vantano un rapporto prezzo/vendite interessante (inferiore ad 1) siamo pesantemente sovraperponderati.

7. Nel 2013 l'approccio risk parity ha dovuto far fronte a una sottoperformance rispetto all'approccio bilanciato classico. Perché ciò è avvenuto? Quali sono le ragioni che dovrebbero tuttavia spingere un investitore a scegliere oggi un fondo basato sull'approccio risk parity?

Il motivo principale per la sottoperformance dell'approccio risk parity rispetto ad un classico approccio bilanciato va ricercato nella cosiddetta "repressione finanziaria" ovvero nella fissazione di limiti alla crescita del credito all'economia. Secondo il nostro punto di vista, l'era della "repressione finanziaria", che ha caratterizzato i mercati tra il 2011 e il 2013, non è giunta al termine. Non ci saranno rendimenti reali ("real yields") in aumento fino al 2-3% per molto tempo a causa del forte indebitamento dell'economia. Il livello di indebitamento globale rispetto al PIL non è mai stato oggi così elevato come negli ultimi 100 anni. La "repressione finanziaria" rappresenta quindi uno dei modi di trattare questo elevato debito e ciò aveva ben funzionato dagli anni '40-'50 fino agli anni '70-'80 del secolo scorso, dimostrando che è possibile ridurre il rapporto debito/PIL anche senza default se il livello di crescita è maggiore del livello dei tassi d'interesse che si pagano per il rifinanziamento del debito. Crediamo che questo scenario, tipico della "repressione finanziaria" con bassi tassi d'interesse continuerà ad essere valido anche in futuro, il che implica che i tassi d'interesse reali non potranno essere troppo alti e non potranno quindi ritornare ai livelli pre-crisi. Attualmente alcuni operatori credono che l'economia sia a tutti gli effetti ritornata "alla normalità". Noi di Raiffeisen Capital Management non condividiamo questo punto di vista. Se non ci sarà alcuna recessione nei prossimi 5-10 anni, le cose potrebbero andare per il verso giusto ma questo è piuttosto improbabile. Durante la prossima recessione, i tassi d'interesse reali scenderanno o finiranno addirittura in territorio negativo e questo diventerà un tema centrale in futuro.

Q&A Raiffeisen 337-Strategic Allocation Master

Vorrei qui sottolineare che coloro che pensano che i tassi d'interesse reali aumenteranno nuovamente al 3%, non dovrebbero essere investiti in alcun prodotto "risk parity" in quanto questo livello dei tassi nuocerebbe ai fondi. Ad ogni modo, credere ciò è al momento piuttosto irragionevole. Anche in uno scenario economico «bullish», le economie «late cycle» tendono ad essere inflazionistiche e quindi, anche senza una recessione nei prossimi 3-5 anni, la pressione inflazionistica aumenterà e questo potrebbe essere un motivo per essere investiti nel comparto dei rischi reali con lo scopo di proteggersi contro l'inflazione. A causa delle performance negativa delle commodities, la pressione inflazionistica stava diminuendo negli anni scorsi ma non vi è nulla di strutturale per quanto riguarda la sottoperformance delle commodities: il motivo di questa sottoperformance è da ricercare nei mercati azionari e, in particolar modo, nell'incremento dell'offerta dovuta ai prezzi elevati delle commodities nel 2008. Ora le capacità produttive sono state ridotte in quanto i prezzi sono scesi e questo dovrebbe suggerire alla clientela quanto segue: conviene avere un portafoglio diversificato invece di scommettere tutto su un solo fattore di rischio, ovvero il rischio azionario, che è incluso in un classico portafoglio bilanciato. Con un approccio 50/50 o 60/40 il portafoglio è «guidato» principalmente dalle azioni (80-90% del rischio è influenzato dalle azioni). Conviene quindi avere un approccio improntato alla diversificazione fra svariati scenari economici, che includono classi di attivo che funzionano in periodi inflazionistici e deflazionistici. Ciò che le banche centrali al momento stanno facendo ci porta verso un territorio sconosciuto e quindi sussistono per il futuro rischi di tipo sia inflazionistico che deflazionistico.

8. Com'è ripartito il rischio del fondo Raiffeisen 337 al momento e come viene suddiviso fra le varie asset class?

Al momento siamo leggermente sovraperponderati per quanto riguarda il rischio di duration (15% duration nominale Euro, 15% duration nominale non-Euro). La sezione non-Euro è composta principalmente da titoli di Stato australiani senza esposizione valutaria (attraverso futures o con valuta coperta). Per quanto riguarda le sezioni dei rischi inflazionistici, queste sono ben divise fra obbligazioni inflation-linked, azioni sensibili all'inflazione, energia e metalli industriali, metalli preziosi e strategie «relative value». Per quanto concerne la sezione azionaria, siamo pesantemente sottoperponderati, rispetto all'approccio classico, in azioni non-Euro e siamo principalmente esposti in Giappone, Regno Unito e Svizzera, avendo però un'elevata esposizione in Europa e in Azioni dei mercati emergenti (4% in azioni EM globali e 2% in Russia). Abbiamo incrementato la nostra posizione nel comparto dei rischi spread relativamente alle obbligazioni dei mercati emergenti, con un rischio che attualmente è del 4% mentre prima era solo dell'1%. Nella sezione dei titoli di Stato deteniamo ancora l'Italia, che avevamo acquistato nel 2013 a tre riprese a dei livelli di spread altamente interessanti: la prima volta lo spread era a 300 bps, la seconda volta a 270, la terza a 290. Ora lo spread si aggira intorno ai 190 punti. C'è stato un forte restringimento del differenziale e quindi, osservando il mercato, abbiamo beneficiato di una forte performance dalla fine di dicembre 2013 e ora stiamo pensando di ridurre il rischio in questa asset class.

9. L'oro ha rappresentato nel 2013 una delle maggiori contribuzioni negative alla performance. Da inizio 2014 abbiamo assistito ad una performance particolarmente buona dell'oro ed in particolare delle azioni "gold mining". Perché questo mercato sta adesso rimbalzando? Vedete delle opportunità nell'incrementare le vostre posizioni in questa asset class?

Molti operatori si concentrano su quello che gli ETFs ("Exchange-traded funds") stanno facendo nel segmento dell'oro. Ancora più rilevante è ciò che stanno combinando i posizionamenti in futures. L'anno scorso la vendita di ETFs si è scontrata con un aumento della domanda fisica, in particolare da parte dei mercati emergenti (Cina). Questa è solo una parte dell'equazione (domanda fisica elevata che sorpassa le dinamiche di acquisto/vendita di ETFs), ancora più importanti sono i futures. Nel 2013 gli spostamenti («shiftings») sono stati molto marcati. Eravamo qui al punto più basso dei posizionamenti long netti degli ultimi 10 anni: la ragione principale per queste vendite marcate era dovuta ai posizionamenti futures del 2013. Al momento le posizioni di lungo termine in futures sono andate quasi a zero, ovvero assistiamo al momento ad un posizionamento long netto particolarmente elevato. È il mercato dei futures a guidare il comportamento di breve termine dell'oro. Se guardiamo ai fondamentali, la domanda fisica rimane elevata, la BCE parla di tassi d'interesse negativi e tutto questo dovrebbe essere di beneficio per l'oro. Potremmo aumentare l'esposizione in oro all'interno del comparto dei rischi reali durante il 2014. Al momento comunque

Q&A Raiffeisen 337-Strategic Allocation Master

pensiamo che il posizionamento attuale sia sufficiente, dato che ne abbiamo anche tratto vantaggio nelle ultime settimane.

Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen International Fund Advisory GmbH., Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" ovvero „RIFA”). Le informazioni in esso riportate, nonostante la cura posta nelle ricerche, sono destinate esclusivamente a scopi di informazione senza alcun impegno. Esse si basano sullo stato della conoscenza delle persone incaricate della stesura al momento della loro elaborazione e possono essere in qualsiasi momento e senza ulteriore preavviso modificate da RIFA. È esclusa qualsiasi responsabilità di RIFA in relazione al presente documento ed alla presentazione verbale basata sullo stesso, in particolar modo per quanto riguarda l'attualità, la veridicità o la completezza delle informazioni messe a disposizione ovvero delle fonti, nonché per quanto riguarda l'avverarsi delle previsioni in esso espresse. Allo stesso modo, eventuali previsioni ovvero simulazioni riportate sulla base di andamenti registrati in passato non costituiscono un indicatore affidabile per gli andamenti futuri. Si ricorda inoltre che, nel caso di prodotti espressi in valute straniere, il rendimento può aumentare o diminuire anche in seguito alle oscillazioni del cambio. Il contenuto del presente documento non rappresenta un'offerta, né una proposta di acquisto o di vendita, né un'analisi degli investimenti. In particolare, esso non può sostituire la consulenza di investimento personalizzata né qualsiasi altro tipo di consulenza. Prima di investire nei nostri prodotti, saremmo lieti di fornirle il prospetto completo, che potrà essere utilizzato per scopi informativi e ad integrazione dei servizi offerti dal suo consulente finanziario. È opportuno che ogni investimento concreto venga preceduto da un colloquio con opportuna consulenza in cui venga considerato anche il prospetto completo. Si ricorda espressamente che le operazioni di investimento in titoli possono essere accompagnate da rischi elevati e che il loro trattamento fiscale dipende dalla situazione personale dell'investitore, oltre ad essere soggetto a modificazioni future. La performance dei fondi d'investimento è calcolata da Raiffeisen Kapitalanlage Gesellschaft mbH e Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage GMBH in conformità al metodo sviluppato dalla OeKB (Österreichische Kontrollbank), sulla base dei dati forniti dalla banca depositaria (utilizzando un prezzo indicativo nell'eventualità di che il pagamento del prezzo di rimborso sia stato sospeso). Costi individuali come le spese di sottoscrizione e rimborso non sono state considerate nel calcolo della performance. Nel caso in cui questi costi siano stati inclusi, ciò implicherà una performance inferiore in base all'ammontare delle spese di sottoscrizione e rimborso. Il livello massimo delle commissioni di sottoscrizione e rimborso è illustrato nelle Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID). La performance della Raiffeisen Capital Management Luxembourg SICAV e dei suoi fondi sottostanti è calcolata da RBC Dexia Investor Services Bank S.A. utilizzando il NAV del fondo in modo da riflettere la deduzione di tutte le commissioni e spese relative alla gestione del fondo (ad esempio: commissioni di gestione, commissioni di deposito, costi di transazione e altre spese). La performance ottenuta in passato non permette di trarre conclusioni relative all'andamento futuro di un fondo di investimento o di un portafoglio. L'andamento della quotazione è espresso in termini percentuali (senza spese), ipotizzando il reinvestimento dei proventi distribuiti. Il prospetto informativo completo pubblicato relativo al fondo, così come le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID) per il fondo di investimento descritto nel presente documento sono disponibili per gli interessati, nella versione attualmente vigente e comprensivo di tutte le modifiche intervenute dalla prima pubblicazione, sul sito www.rcm-international.com oppure www.rcm-international.com/sicav in lingua inglese o, nel caso delle informazioni Chiave per gli investitori (KIID), nella sua lingua nazionale. La riproduzione di informazioni o di dati ed in particolare l'utilizzazione di testi, parti di testi o di immagini contenuti nel presente documento è ammessa soltanto previo consenso di RIFA.

La presente pubblicazione è destinata esclusivamente ad investitori qualificati ed è rivolta ad un utilizzo esclusivamente interno del soggetto destinatario. È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, del presente documento e dei suoi contenuti. La Raiffeisen International Fund Advisory GmbH non potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile per l'eventuale diffusione al pubblico e/o a clienti al dettaglio del presente documento né per eventuali scelte di investimento effettuate sulla base delle informazioni in esso contenute. Chiusura redazione: 28.01.2014