REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

Giugno / Luglio
2019

REYL
innovative banking

L'INTERESSE PER STRATEGIE A BASSA VOLATILITÀ

MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

«Si tratta di un dato matematico ben noto in finanza: per sovraperformare a lungo termine è più importante limitare i danni provocati dai mercati ribassisti che massimizzare la performance nei mercati rialzisti.»

In termini storici, il mercato rialzista delle azioni iniziato nel 2009 dopo la crisi finanziaria mondiale è ormai più prossimo alla fase conclusiva che a quella iniziale. L'entusiasmo per le strategie in azioni difensive riaffiora quindi dopo oltre 10 anni di rialzo quasi ininterrotto degli indici di borsa. Esiste una miriade di definizioni di una strategia in azioni difensive[1], ma preferiamo basarci sugli obiettivi di quest'ultima, ossia la riduzione della volatilità e della perdita massima (maximum drawdown) e la sovraperformance adeguata al rischio. Le strategie a bassa volatilità (Low Vol) s'inseriscono in quest'ottica.

IL FATTORE LOW VOLATILITY

Le strategie a bassa volatilità esistono per lungo tempo e sono basate su alcune caratteristiche statistiche delle azioni e su un algoritmo di classificazione. Il Low Vol, insieme alle dimensioni, alla valutazione e al momentum, è peraltro uno dei fattori, denominati anche premi di rischio o anomalie di mercato, ampiamente documentati e analizzati dagli operatori del settore e dagli studiosi. La storia di questo fattore è però più contrastata in quanto questa anomalia di mercato è in contraddizione con il principio fondamentale della finanza di mercato, ossia l'idea che il rendimento è proporzionale al rischio. Gli attivi meno rischiosi dovrebbero quindi, in teoria, generare una performance più modesta. Purtroppo per questa bella teoria, le prove empiriche accumulate nel corso degli ultimi decenni rivelano invece che le azioni a bassa volatilità offrono un rendimento ponderato per il rischio superiore a quello del mercato, in modo continuato e indipendentemente dalle aree geografiche, dai segmenti di mercato e dai periodi.

Gli economisti statunitensi Robert Haugen e James Heins sono stati i primi a smuovere le acque nel 1972[2] presentando delle prove del miglior rapporto rischio/rendimento delle azioni a bassa volatilità. In un'epoca in cui predominavano la teoria moderna del portafoglio (MPT) e il modello di valutazione degli attivi finanziari (CAPM), il loro lavoro non ha suscitato grande entusiasmo. Il fatto che il rischio non comportasse un "premio" era semplicemente inconcepibile per gli esperti dell'epoca. Con il tempo e il nuovo millennio, questa anomalia è stata finalmente riconosciuta e confermata da numerosi studi di primo piano.

Gli investitori nei titoli a forte volatilità sono teoricamente consapevoli del rischio elevato, ma la possibilità di un maggiore guadagno motiva la loro domanda. Questa propensione per le lotterie è un fenomeno psicologico largamente documentato nel settore della finanza comportamentale. Un'altra spiegazione è che i gestori di attivi giudicati rispetto a un indice di riferimento sono spinti a investire in titoli con beta elevato, il che porta alla loro sopravvalutazione.

MAGGIORI GUADAGNI E MINORI PERDITE

Per controllare il comportamento del fattore di bassa volatilità, abbiamo creato una strategia "naïve" priva di vincoli, investendo ogni mese a ponderazione uguale nei 100 titoli meno volatili dell'indice S&P 500. Il risultato per gli ultimi 20 anni è impressionante: quasi il 9% di sovraperformance annua con una riduzione della volatilità che supera il 20% e un netto miglioramento del rapporto rischio/rendimento. Benché le azioni a bassa volatilità evolvano in tandem con il mercato, l'ampiezza delle fluttuazioni è attenuata a causa della loro sensibilità più bassa (beta inferiore a 1). L'interesse del Low Vol, tuttavia, risiede nel fatto che questa strategia cattura in minor misura il ribasso che il rialzo e presenta quindi un profilo di performance contraddistinto da un'asimmetria positiva. L'osservazione empirica delle fasi rialziste e ribassiste successive dell'indice S&P 500 dal 2000 conferma che la sovraperformance accumulata durante i periodi di ribasso è superiore alla sottoperformance registrata durante i periodi di mercati rialzisti, evidenziando quindi un miglior rapporto rischio/rendimento.

Si tratta di un dato matematico ben noto in finanza: per sovraperformare a lungo termine è più importante limitare i danni provocati dai mercati ribassisti che massimizzare la performance nei mercati rialzisti. Una perdita di -5% è compensata da un rialzo del 5,3%, mentre un ribasso del 50% necessita una performance del 100% per ritornare al livello iniziale. Questo effetto di base sembra sostenere le azioni a volatilità bassa perché statisticamente cederebbero meno in caso di correzione delle borse. I gestori di attivi che si concentrano sulla minimizzazione dei drawdown sono rari, perché possono difficilmente permettersi di attendere una forte correzione e devono invece generare rapidamente una sovraperformance per conservare o attirare attivi in gestione.

CONCENTRAZIONE SETTORIALE

Per quanto i risultati storici del Low Vol siano incredibili, esistono numerosi detrattori e una strategia generica presenta rischi elevati, tra cui in primo luogo la concentrazione settoriale. La bassa volatilità di un'azione è imputabile a una minore incertezza sulle prospettive di un'impresa, che derivano da alcuni attributi fondamentali quali la stabilità dei redditi e dei flussi di cassa, nonché un bilancio solido. Alcuni settori di attività si distinguono sotto questo punto di vista e nell'ambito di uno stesso settore si constata generalmente un livello di volatilità alquanto omogeneo. Ne risultano scommesse settoriali, come dimostrato dal nostro portafoglio Low Vol di base che in media è stato sovraponderato sui servizi alle collettività e i consumi non ciclici, e sottoesposto ai valori tecnologici nel corso degli ultimi 20 anni. Queste deviazioni settoriali presentano un rischio di concentrazione esponendo una quota importante del portafoglio agli stessi fattori di rischio (ad esempio, macroeconomici o legati alla regolazione). Per quanto la tentazione di ridurre queste distorsioni settoriali sia forte, alcuni studi hanno dimostrato che l'esposizione settoriale è responsabile di oltre la metà della riduzione della volatilità. La versione neutra sui settori della nostra strategia Low Vol presenta effettivamente un tracking error minore, ma al contempo una volatilità e un maximum drawdown superiori rispetto alla strategia priva di vincoli.

SENSIBILITÀ A TASSI D'INTERESSE, VALUTAZIONE E SOTTOPERFORMANCE IN UN MERCATO RIALZISTA

Le strategie a bassa volatilità sono criticate anche per la loro pretesa sensibilità ai tassi d'interesse. In base a questo argomento, la sovraperformance storica del Low Vol pro-

verrebbe dalla concentrazione in settori che da oltre tre decenni hanno beneficiato del declino strutturale dei tassi d'interesse. Pare che questo ampio ciclo ribassista sia prossimo alla fine, mettendo quindi in questione il perdurare della sovraperformance del Low Vol. Abbiamo effettuato una regressione del rendimento in eccesso trimestrale della nostra strategia generica a fronte della variazione trimestrale del tasso statunitense a 10 anni e ne è risultata una relazione inversa con un coefficiente di correlazione di -0,5. Pur ammettendo che questa semplice analisi non prende in considerazione il livello assoluto dei tassi, riteniamo che il rendimento in eccesso del Low Vol dipenda in misura molto maggiore dalla tendenza del mercato che dal movimento dei tassi d'interesse. La fuga verso la qualità delle obbligazioni del Tesoro statunitense fa aumentare la pressione sui tassi proprio nel caso di turbolenze del mercato quando il Low Vol sovraperforma.

Alla luce dell'esplosione degli attivi investiti nelle strategie Low Vol (stimati a oltre 300 miliardi di dollari statunitensi), alcuni esperti considerano la strategia come sovraffollata (overcrowded) e sopravvalutata. Questa critica è fondata, come dimostrato dalla valutazione relativa del nostro portafoglio a bassa volatilità che è al livello massimo da 10 anni (PE forward). Tuttavia, alcuni studi hanno dimostrato che una valutazione elevata non è correlata alla performance relativa futura[3].

La vera sfida del Low Vol per i gestori di attivi consiste nella sottoperformance in un mercato rialzista ascrivibile alla sensibilità ridotta ai movimenti del mercato. Le strategie a bassa volatilità sovraperformano il loro indice di riferimento solamente se la sovraperformance accumulata durante le fasi ribassiste permette di superare la sottoperformance registrata durante le fasi rialziste. Sono quindi necessari cicli di borsa di una certa ampiezza perché le strategie Low Vol possano generare una sovraperformance. Sono rari gli investitori professionali disposti ad assumere un rischio per la carriera continuando ad investire in una strategia che sottoperforma per vari anni in attesa di "recuperare" questo ritardo di performance quando il mercato opererà una correzione sufficiente.

OLTRE UNA STRATEGIA GENERICA

I rischi di concentrazione settoriale e di sottoperformance in un mercato rialzista di una strategia generica a bassa volatilità sono due rischi che la maggior parte dei gestori di attivi non può permettersi considerata la competitività del settore. Tuttavia alcuni studi dimostrano che è possibile adattare il Low Vol in modo da ridurre queste distorsioni inerenti migliorando nettamente il profilo di rendimento ponderato per il rischio rispetto al mercato. Queste modifiche diluiscono sicuramente in una certa misura l'effetto di riduzione della volatilità e deteriorano leggermente il rapporto rischio/rendimento rispetto alla strategia di base, ma presentano il vantaggio di renderla più redditizia e realistica per i professionisti dell'investimento. È quindi necessario un certo compromesso, ma il gioco vale la candela per raggiungere un profilo di rischio/rendimento più interessante di quello del benchmark.

A tale proposito, le nostre ricerche dimostrano il grande interesse dell'uso sequenziale di filtri di valutazione e di qualità, oltre ad altri fattori quali il rendimento del dividendo e misure di rischio alternative. Una soluzione alternativa consiste nel combinare una strategia Low Vol priva di vincoli con un modello di adeguazione dinamica della sensibilità (beta) al mercato tramite posizioni sui future indicizzati. La strategia aumenta così la sua esposizione tramite leva sintetica fino a raggiungere un beta neutro di 1 in un mercato rialzista e sblocca queste posizioni in un mercato ribassista. A tale scopo, è necessario un modello overlay che permetta d'individuare le tendenze del mercato a lungo termine. Benché questo tipo di market timing sia spesso criticato perché considerato come quasi irrealizzabile, i nostri lavori indicano che il ricorso ad alcune tecniche permette di identificare le grandi fasi di mercato, seppure in modo molto imperfetto.

QUALE POSTO RISERVARE AL LOW VOL NEI PORTAFOGLI?

Il Low Vol, caratterizzato da una debole correlazione con gli altri fattori più ciclici, presenta un ottimo potenziale di diversificazione in una strategia quantitativa multifattoriale. A questo riguardo, la combinazione

«Il Low Vol, caratterizzato da una debole correlazione con gli altri fattori più ciclici, presenta un ottimo potenziale di diversificazione in una strategia quantitativa multifattoriale.»

del Low Vol con il fattore del momentum, che sovraperforma nei mercati rialzisti ma sottoperforma durante le fasi di correzione, è particolarmente interessante e si ritrova spesso al centro di numerose strategie quantitative (compresa la nostra).

Nei portafogli con diverse classi di attivi, un'esposizione alle azioni a bassa volatilità è sicuramente interessante. L'allocazione strategica di una parte del comparto azionario a una strategia Low Vol consente di ridurre il contributo delle azioni al rischio del portafoglio. Le azioni costituiscono abitualmente la classe di attivi che contribuisce maggiormente al rischio. In alternativa, si può aumentare la proporzione di azioni conservando il rischio allo stesso livello. La stessa logica si applica nell'ambito di un portafoglio di azioni con allocazione geografica. Considerata la maggiore volatilità delle azioni dei mercati emergenti, riteniamo particolarmente interessante un'esposizione core a quest'area geografica mediante una strategia a bassa volatilità.

[1] Understanding Defensive Equity, NBER Working Paper, Robert Novy-Marx, 2014
[2] On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Markets, Robert A. Haugen and A. James Heins, 1972
[3] The Valuation of Low Volatility, S&P Dow Jones Indices, Fei Mei Chan and Craig J. Lazzara, November 2016

REYL
innovative banking

INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto viene fornito da REYL & Cie Holding SA o/e una delle sue entità (qui di seguito "REYL") solo a titolo indicativo, è destinato solo ad un uso interno e non potrà in nessun caso costituire un'offerta, una consulenza o una raccomandazione di acquistare o vendere un valore mobiliare o di effettuare qualsiasi transazione, né peraltro una consulenza di altro tipo, in particolare all'attenzione di un destinatario che non sia un investitore qualificato, accreditato, eleggibile e/o professionale. Esso è destinato ad un uso esclusivo da parte del suo destinatario e non potrà, per qualsivoglia altra ragione, essere trasferito, stampato, scaricato, utilizzato o riprodotto. REYL dedica la massima attenzione alla preparazione ed all'aggiornamento delle informazioni di tale contenuto, ottenute da fonti autorevoli, senza tuttavia garantirne la pertinenza, l'esattezza, l'esaustività. Pertanto REYL, nonché i suoi amministratori, direttori, dipendenti, operatori ed azionisti, non assumono alcuna responsabilità per le perdite ed i danni di qualsivoglia natura derivanti dall'uso delle informazioni di tale contenuto. Esso è previsto esclusivamente per un destinatario che comprenda ed assuma tutti i rischi impliciti ed espliciti che ne derivano. Tutte le decisioni prese dal destinatario in materia di investimenti dipendono dalla sua sola responsabilità e si basano esclusivamente sulla sua valutazione indipendente (e da quella dei suoi consulenti professionisti) della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi di investimento, dei rischi specifici, dei criteri di eleggibilità, delle conseguenze giuridiche, fiscali, contabili, nonché sulla sua interpretazione delle informazioni. REYL non si assume nessuna responsabilità per quanto riguarda l'adeguatezza o meno delle informazioni, delle opinioni, dei valori mobiliari, dei prodotti citati in questo contenuto. Le performance passate di un valore mobiliare non garantiscono le sue performance future. Il presente contenuto è stato preparato da un dipartimento di REYL che non costituisce un'unità organizzativa responsabile dell'analisi finanziaria. REYL è soggetta a esigenze normative e prudenziali distinte ed alcuni valori mobiliari e prodotti di investimento non possono essere offerti in tutte le giurisdizioni o a qualsiasi tipo di destinatario. Il destinatario deve dunque conformarsi alle normative locali. Non vi è alcuna intenzione da parte di REYL di offrire valori mobiliari o prodotti di investimento in paesi o giurisdizioni ove tale offerta fosse illegale in virtù del diritto interno applicabile.

WWW.REYL.COM