



Olivier Ginguené

Olivier Ginguené è Chief Investment Officer presso Pictet Asset Management. È Head of Multi Asset & Quantitative Investment, presidente della Strategy Unit e membro dell'Executive Board. È entrato a far parte di Pictet Asset Management nel 2003. Ha conseguito diversi master presso l'École Polytechnique (Parigi) e l'École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (Parigi). Detiene la qualifica di Chartered Financial Analyst (CFA).

Un premio è un fattore – ma non sempre un fattore è un premio

Fattori, premi e rischi: le parole magiche della moderna finanza. Negli ultimi anni, di questi concetti si nutrono le strategie smart beta, magnetizzando l'attenzione degli operatori. Diversi fattori hanno dimostrato di influire sul profilo di rendimento e di rischio degli asset e dei portafogli finanziari. Tuttavia, non sempre un'esposizione a tali fattori è necessariamente compensata da rendimenti maggiori. In realtà, i premi di rischio variano nel tempo sotto l'effetto dei cicli economici e della loro diversa integrazione sul mercato. Per una global asset allocation, è fondamentale tenere conto di questi aspetti ed estrapolare i dati da una base larga di singoli titoli. Ciò consente infatti di bilanciare i vantaggi della diversificazione, in particolare sui mercati emergenti.

I movimenti storici dei prezzi di un gruppo di attivi non sono altro che un grande insieme di punti, di dimensione titoli (n) x periodi di tempo (t). Un tale volume di dati invita necessariamente a isolare gli «assi principali di dispersione», ovvero dei criteri in base ai quali separare adeguatamente i movimenti di prezzo. In questo modo si scopre che la dimensione o il settore economico di un'azienda caratterizza i suoi rendimenti storici più del logo o del nome del suo fondatore. La teoria finanziaria designa da 60 anni il primo di tali assi come l'effetto del mercato («beta»), mentre quelli successivi hanno preso il nome di «fattori». Nella gestione degli asset, l'identificazione di tali esposizioni fattoriali consente di comprendere e di allocare i rischi di un portafoglio. Se restano indipendenti gli uni dagli altri, sono proprio questi fattori a diversificare il portafoglio e a migliorare il rapporto rischio/rendimento. Ma non tutti i fattori sono dei «premi», poiché non tutti sono necessariamente remunerati su un ciclo completo. Per creare valore con fattori non remunerati è necessario comprendere il loro comportamento ed esporvisi tatticamente. D'altra parte l'esposizione ai premi produce un eccesso di rendimento su un ciclo completo in modo quasi statico.

I premi determinano quindi in via prioritaria un'allocazione strategica di lungo termine, laddove una gestione attiva può integrare una serie più ampia di fattori. Al fine di analizzare una gestione attiva, ossia isolare il talento personale di un gestore («alfa»), è fondamentale pertanto stabilire se le performance sono generate da fattori e da premi. A tal proposito, la scoperta di un nuovo premio può anche ridurre l'alfa misurato. Ora, solo l'«alfa puro» comporta un compenso elevato proprio

perché, come rivela l'individuazione dei premi, questo talento indipendente, individuale e non diversificabile è molto più raro di quanto si pensi. Tuttavia, la pratica così come gli studi accademici suggeriscono che i premi e i fattori sono instabili nel tempo. Cambiano durante le crisi nonché in ragione della loro stessa scoperta. L'osservazione dei fattori perturba la natura dal momento che, se la tecnologia finanziaria lo permette, gli investitori razionali valutano i fattori dopo la loro rivelazione. Questo vale anche per il beta: La gestione indicizzata (o passiva) non ha più passivi se non il nome, poiché l'appartenenza di un attivo a un indice popolare influisce talvolta sulla sua performance più del fattore di mercato. L'ironia è quindi che i premi di mercato sono influenzati dallo sviluppo stesso degli indici, i quali hanno tuttavia come unico scopo quello di misurarli. Ciò comporta due conseguenze:

1. Tutti i fattori possono essere vittima di questa ironia, la scelta degli indici non è mai neutra. Peraltro, non lo è mai stata e ogni studio serio deve considerare un insieme più vasto possibile di singoli titoli, dato che l'ampiezza dello studio influirà probabilmente sul risultato. La valutazione della dimensione internazionale e quindi dell'integrazione dei mercati tra di loro pare inevitabile in questo senso.
2. Affinché un premio rimanga un premio, ovvero sia remunerato su un ciclo completo, occorre disporre di un elemento razionale di natura economica e non solamente di dati statistici o storici: questo è il caso degli effetti «dimensione» (size effect) o «valore» (value effect), riconosciuti da decenni. Si può dire lo stesso per un effetto «market integration»?

In ogni caso è economicamente plausibile che un effetto di «integrazione» esista in zone monetarie comuni, fusi orari vicini e mercati fungibili. È altresì plausibile che questo effetto sia meno pronunciato nei paesi emergenti, i cui tassi di cambio sono soggetti a contesti peculiari e le connessioni di borsa meno sviluppate. Questo fatto aumenta l'interesse naturale degli investitori per i mercati emergenti: essi conservano strutturalmente un migliore effetto di diversificazione e mantengono i loro premi di rischio a dispetto dell'ironia della gestione indicizzata.





Prof. Ines Chaieb

Ines Chaieb è professore associato di finanza all'Università di Ginevra e membro della facoltà SFI. Ha conseguito il dottorato in finanza alla McGill University. Le sue aree di ricerca comprendono l'asset pricing, la finanza internazionale e i mercati emergenti.



Prof. Olivier Scaillet

Olivier Scaillet è professore di probabilità e statistica all'Università di Ginevra e SFI Senior Chair. Le sue aree di ricerca comprendono l'applicazione dei metodi statistici a questioni finanziarie e riguardano, tra l'altro, l'uso di dati di high-frequency trading e di grandi data base.

Integrazione e premi di rischio sui mercati azionari internazionali

La corretta determinazione dei premi per fattori di rischio è uno degli aspetti cardine nella scelta di asset e nella creazione di portafogli ottimali. È stato dimostrato che diversi fattori – mercato, dimensioni, valore, momentum, investimento e redditività – influenzano il profilo di rendimento e di rischio delle attività e dei portafogli finanziari. Quando si investe in un contesto internazionale, nel processo complessivo di scelta degli asset devono essere presi in considerazione due altri fattori: l'integrazione del mercato e il rischio di valuta. Tre ricercatori hanno pubblicato i risultati delle loro ricerche in tema di asset pricing. Per valutare i fattori regionali e nazionali hanno utilizzato i dati dei singoli livelli azionari al posto di misure aggregate quali portafogli o indici. Il loro approccio mira ad evitare la perdita di informazioni dovuta a errori di aggregazione. Inoltre, consentono ai fattori dei premi di rischio di variare nel tempo al posto di rimanere statici attraverso i cicli economici e finanziari. I dati hanno dimostrato che i fattori di mercato, dimensioni, valore, momentum, investimento e redditività producevano rendimenti positivi in quasi tutte le regioni nel periodo considerato.

Quali implicazioni ha il vostro metodo?

La quantificazione precisa dei premi per i fattori di rischio sul mercato finanziario globale di oggi ha forti implicazioni, a causa delle dimensioni del mercato stesso. Un sondaggio recente ha dimostrato che più di un terzo di tutti gli asset manager intervistati usano già allocazioni smart beta e che un altro terzo di essi sta valutando i vantaggi di tali allocazioni.¹ Tra coloro che usano allocazioni smart beta, quasi la metà ha investito oltre il 20% del suo portafoglio complessivo in strategie smart beta. Una migliore comprensione dei meccanismi in opera porta vantaggi in termini sia di rendimento che di rischio.

Quali sono i pro e i contro dell'integrazione del mercato?

Un'integrazione imperfetta del mercato consente agli operatori finanziari di trarre vantaggi dalla diversificazione degli investimenti e di ridurre il rischio complessivo del loro portafoglio per un determinato livello di ritorno finanziario atteso. Nel caso estremo in cui tutti i mercati finanziari dovessero essere completamente integrati, non si trarrebbe alcun vantaggio dall'investimento in diversi mercati azionari. Con mercati non perfettamente integrati è possibile ridurre il rischio generale del portafoglio e

¹ FTSE Russell. (2016). "Smart beta: 2016 global survey findings from asset owners".

sfruttare determinati rischi; ad esempio, capitalizzare su fattori di valore in mercati emergenti e fattori di momentum in mercati già sviluppati.

Che cosa mostrano i dati in merito all'integrazione del mercato e al suo effetto variabile nel tempo?

I risultati ottenuti usando 58'674 azioni in 46 paesi dal 1985 al 2017 indicano che sono coinvolti diversi fattori. L'analisi si concentra sull'impatto specifico che questi fattori hanno sulla determinazione del prezzo a livello regionale, nazionale e globale. Nell'ambito di mercati sviluppati, i risultati mostrano che i premi dei mercati nazionali sono inferiori di quelli registrati sui mercati regionali e globali. I benefici della diversificazione risultano pertanto limitati. Differenti sono i risultati sui mercati emergenti, dimostrando che i premi per il fattore di rischio nazionale sono maggiori di quelli globali e regionali e che una diversificazione può andare a vantaggio degli investitori in tali regioni. Le stime indicano che i premi di rischio associati a fattori cambiano nel tempo. Nei mercati sviluppati i premi riferiti al mercato e al valore hanno avuto un'impennata durante la crisi finanziaria globale. I premi relativi a valore e momentum presentano una maggiore variabilità a dipendenza del paese e nel corso del tempo rispetto alla redditività e agli investimenti. Inoltre, i premi relativi al momentum sono più volatili nei mercati emergenti.

Quali sono le implicazioni di questa ricerca per i partecipanti del mercato?

La comprensione e la promozione dell'integrazione del mercato azionario internazionale contribuiscono alla crescita economica e alla stabilità globale generale dei mercati finanziari, oltre a offrire opportunità di investimento e risparmio più stabili sul lungo periodo. Per quanto riguarda gli investitori, gli asset manager riconoscono i vantaggi teorici della diversificazione del portfolio. I risultati ottenuti qui non evidenziano solo i vantaggi che si traggono con l'adozione di un metodo basato sul mercato azionario individuale variabile nel tempo per calcolare i premi per fattori di rischio e ridurre la volatilità dei portafogli, ma offrono anche le condizioni base necessarie per implementare tali strategie. In conclusione, le aziende possono trarre vantaggio da questi risultati grazie alla migliore valutazione dei costi dei loro capitali usando premi di rischio per fattore stimati in base ad azioni individuali al posto che a portafogli o indici.

