MAGGIO 2025

Asset Allocation Fixed Income: Come sfruttare le convinzioni dei gestori di portafoglio

L'asset allocation svolge un ruolo fondamentale nella gestione del portafoglio poiché garantisce un rigoroso monitoraggio del rischio e consente di capitalizzare sulle convinzioni rilevanti. In un contesto di mercato in continua evoluzione, caratterizzato da cicli economici complessi e livelli di volatilità altalenanti, un quadro di allocazione adeguato è essenziale per raggiungere gli obiettivi di performance mantenendo al contempo un rischio controllato. Si tratta di uno strumento fondamentale per orientarsi efficacemente nei mercati finanziari e trasformare le strategie di gestione in posizioni concrete.

Presso la Business Unit Fixed Income di Candriam gestiamo un'ampia gamma di fondi discrezionali attivi, ma gli attuali metodi di costruzione del portafoglio sono stati raramente progettati specificamente per questa tipologia di fondi. Sebbene questi metodi siano adatti alle strategie sistematiche, non offrono la flessibilità richiesta per la gestione discrezionale del portafoglio.

Per affrontare queste problematiche, abbiamo sviluppato un quadro pratico di allocazione in collaborazione con i gestori di portafoglio (PM). Questo framework integra i vincoli del mondo reale, consentendo un posizionamento attivo e mantenendo al contempo la disciplina del rischio. Garantisce un equilibrio ottimale tra controllo del rischio e convinzioni di investimento, rendendolo adatto alla gestione discrezionale attiva del portafoglio.

Prima di presentare il nostro approccio, esamineremo i metodi di allocazione esistenti, evidenziandone i rispettivi vantaggi e gli svantaggi che abbiamo cercato di superare. Successivamente mostreremo un esempio della sua applicazione pratica alla nostra strategia Euro Governativa .

CANDRIAM
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

1. Quadri di allocazione storici esistenti

La costruzione del portafoglio è un aspetto fondamentale della sua gestione, poiché determina come allocare le attività per raggiungere l'equilibrio desiderato tra rischio e rendimento. Sebbene sia essenziale generare segnali predittivi accurati o sfruttare l'esperienza dei gestori di portafoglio, un portafoglio mal costruito può erodere qualsiasi alpha generato da questi fattori. Di conseguenza, la costruzione del portafoglio è tanto importante quanto avere buone previsioni di rendimento. Nel corso del tempo, sono state sviluppate numerose metodologie, ciascuna volta a migliorare gli approcci precedenti. In termini generali, questi metodi di allocazione possono essere classificati in due categorie: approcci basati sul rendimento e i più recenti approcci basati sul rischio. Ogni metodo presenta vantaggi e limitazioni specifiche, che verranno descritte nelle sezioni seguenti.

a. Approcci basati sul rendimento

Questi approcci sono progettati per ottimizzare il compromesso tra rischio e rendimento basandosi sui rendimenti attesi, sul rischio delle attività e sulle correlazioni. Questi metodi costituiscono il fondamento della moderna teoria del portafoglio, introdotta per la prima volta da Harry Markowitz negli anni '50. Altri approcci noti basati sul rendimento includono il modello Black-Litterman, che incorpora le opinioni degli investitori nel processo di ottimizzazione, un metodo ampiamente utilizzato nell'asset allocation.

Principi

Gli approcci basati sui rendimenti risolvono un problema di ottimizzazione che cerca di massimizzare i rendimenti attesi per un dato livello di rischio o, al contrario, di minimizzare il rischio per un livello specifico di rendimenti attesi. Questo processo richiede input quali rendimenti patrimoniali attesi, varianze e covarianze per costruire un portafoglio con la migliore performance possibile corretta per il rischio. L'obiettivo è quello di sfruttare modelli predittivi o previsioni di esperti per allocare il capitale in modo da generare alfa rispettando al contempo un limite di rischio del portafoglio.

L'approccio basato sul rendimento in sintesi:

$$\begin{aligned} &\underset{\omega}{(\min)}\,\sigma(\omega) \\ &\text{u.c. } \mathrm{ER}(\omega)=\alpha \end{aligned}$$

α: Rendimento atteso del portafoglio target
$\sigma(\omega)$: rischio totale del portafoglio

Vantaggi

Il punto di forza principale degli approcci basati sul rendimento risiede nella loro capacità di integrare le aspettative di performance e di adattarsi alle strategie di investimento attive. Questi approcci sono particolarmente adatti alle strategie in cui i gestori di portafoglio hanno forti convinzioni sui rendimenti futuri e desiderano assumere posizioni che riflettano tali opinioni.

Svantaggi

Questi approcci sono altamente sensibili all'accuratezza delle stime di rendimento atteso e di correlazione. Le previsioni sui rendimenti comportano un'incertezza intrinseca e piccole imprecisioni in questi input possono dare luogo a una diversificazione del portafoglio non ottimale, a ribassi significativi o a scarse performance. Inoltre, durante periodi di stress del mercato, le correlazioni tra gli asset potrebbero cambiare bruscamente, compromettendo l'efficacia del processo di ottimizzazione. Infine, questi metodi spesso danno luogo a un portafoglio altamente concentrato e a un elevato turnover.

b. Approcci basati sul rischio

Questi approcci danno priorità alla gestione del rischio rispetto alla generazione di rendimenti nel processo di asset allocation, con l'obiettivo di creare portafogli resilienti alla volatilità del mercato, bilanciando il contributo al rischio dei singoli asset. A differenza degli approcci basati sul rendimento, non si basano su previsioni di performance soggette a incertezza, ma si concentrano invece su parametri stabili come la volatilità. L'obiettivo primario è quello di costruire portafogli solidi che siano stabili in diverse condizioni di mercato.

Principi

L'obiettivo di un approccio basato sul rischio è quello di costruire un portafoglio in cui nessun singolo asset determini in modo sproporzionato il rischio complessivo. Per ottenere un'allocazione ben diversificata, a ogni asset viene assegnato un budget di rischio e il portafoglio viene ottimizzato per allineare i singoli contributi di rischio a questi budget predefiniti. Un esempio ben noto di questa metodologia è l'approccio Risk Parity, in cui i budget di rischio sono impostati equamente su tutte le attività, garantendo che ciascuna contribuisca nella stessa proporzione al rischio totale del portafoglio.

L'approccio basato sul rischio in sintesi:

$$\min_{\omega} \sigma(\omega)$$
$$\text{u.c. } RC_i(\omega) = b_i$$

$\sigma(\omega)$: rischio totale del portafoglio
RC_i: contributo al rischio dell'attività i
b_i: budget di rischio dell'attività i

Vantaggi

Il punto di forza principale degli approcci basati sul rischio risiede nella loro capacità di creare portafogli stabili e ben diversificati, riducendo così la dipendenza da previsioni di rendimento incerte. Bilanciando i contributi di rischio tra le attività, questi metodi migliorano la resilienza del portafoglio durante i periodi di stress del mercato e contribuiscono ad attenuare il rischio di concentrazione. Inoltre, tendono a comportare un minor turnover del portafoglio, il che a sua volta riduce i costi di transazione.

Svantaggi

È opportuno sottolineare che questi metodi non sono in grado di incorporare le opinioni dei gestori di portafoglio, il che limita le opportunità di capitalizzare in presenza di forti aspettative di rendimento. Poiché questi metodi non tengono conto esplicitamente delle performance future, potrebbero presentare risultati inferiori in contesti in cui sono disponibili previsioni di rendimento accurate o in cui è richiesto un posizionamento attivo per generare rendimenti in eccesso. Inoltre, a volte possono dare luogo ad allocazioni eccessivamente conservative, che limitano l'esposizione a opportunità ad alta convinzione.

c. Analisi critica

Possiamo riassumere le nostre osservazioni precedenti nella tabella seguente.

Approccio	Vantaggi	Svantaggi
Basato sul rendimento	• Facile da capire • Tiene conto delle convinzioni attive	• Altamente sensibile agli errori di stima • Richiede ipotesi precise sui rendimenti futuri • Può portare a portafogli scarsamente diversificati
Basato sul rischio	• Si concentra sulla ripartizione del rischio • Genera portafogli robusti	• Non incorpora le opinioni del gestore • Non allineato a una gestione a benchmark • Potrebbe essere troppo conservativo

Come evidenziato sopra, ogni metodo ha i suoi punti di forza e i suoi limiti. Tuttavia, la sfida principale è che nessuno dei due approcci, da solo, è pienamente pratico o sufficiente a soddisfare le complesse esigenze reali di una gestione discrezionale attiva. I metodi basati sul rischio offrono una solida stabilità e diversificazione, ma non hanno la flessibilità necessaria per incorporare visioni di mercato attive. Al contrario, i metodi basati sul rendimento consentono di sfruttare le aspettative di performance, ma sono altamente sensibili agli errori di stima, il che li rende inaffidabili con mercati volatili.

Per ovviare a queste carenze, Candriam ha sviluppato un framework di allocazione proprietario, che colma il divario tra teoria e pratica. Il nostro approccio coniuga la stabilità e la resilienza delle metodologie basate sul rischio con l'adattabilità e l'attenzione alla convinzione delle strategie basate sul rendimento. Questo framework ibrido è progettato perfettamente per soddisfare le esigenze pratiche dei nostri gestori di portafogli obbligazionari, consentendo loro di costruire portafogli attivi, che non sono solo solidi e ben diversificati, ma anche allineati con le loro convinzioni di investimento e i loro obiettivi di performance.

2. Active Risk-budgeting

In Candriam, le convinzioni guidano le decisioni, ma è altrettanto fondamentale mettere in pratica queste convinzioni. Per garantire che le opinioni di investimento si traducano in un posizionamento efficace del portafoglio, abbiamo deciso di progettare un metodo di allocazione che consenta ai gestori di assumere posizioni attive, garantendo al contempo un quadro di rischio strutturato e disciplinato. Come già accennato in precedenza, la letteratura esistente non propone alcun metodo di allocazione solido e direttamente adatto alla gestione discrezionale attiva del portafoglio. La maggior parte dei modelli sono troppo rigidi per gli investimenti attivi oppure si basano troppo su stime precise dei rendimenti, il che rende molto difficile la loro applicazione pratica.

a. Caratteristiche desiderate

Per definire quale dovrebbe essere l'aspetto di un quadro realmente efficace per la gestione attiva del portafoglio, abbiamo lavorato a stretto contatto con i gestori per identificare le caratteristiche chiave di cui il nostro modello di allocazione attiva aveva bisogno. L'obiettivo era chiaro: creare un quadro che trovi il giusto equilibrio, offrendo la flessibilità necessaria per assumere posizioni attive, mantenendo al contempo una rigorosa disciplina del rischio.

Un principio fondamentale che sostiene questo quadro è **l'indipendenza delle convinzioni e dell'implementazione**. Una visione d'investimento, sia essa fondamentale o quantitativa, non dovrebbe essere vincolata dai meccanismi di allocazione. I gestori di portafoglio dovrebbero essere in grado di sviluppare ed esprimere le proprie opinioni liberamente e indipendentemente dal quadro di allocazione.

In secondo luogo, il quadro normativo doveva integrare sia il **budget di rischio top-down sia la flessibilità bottom-up**. Un'allocazione strutturata del rischio garantisce stabilità e diversificazione, ma una vera gestione attiva richiede la capacità di adattare dinamicamente le posizioni in risposta alle opportunità di mercato. Senza questa flessibilità, un modello rischia di allontanarsi dalla realtà degli investimenti discrezionali.

Un terzo requisito essenziale era quello di superare i limiti degli approcci tradizionali basati sui rendimenti e fornire un **modo solido per incorporare le convinzioni del gestore**, sia positive che negative. Invece di richiedere ai gestori di portafoglio di stimare con precisione i rendimenti attesi, il modello deve consentire loro di esprimere un certo grado di convinzione, forte, moderato o debole, senza richiedere una previsione numerica esatta. Ciò migliora l'intuitività del framework e la sua adattabilità alla gestione discrezionale nel mondo reale.

L'Active risk-budgeting in sintesi:

$$\min_{\omega} \sigma(\omega)$$

$$\text{u.c. } RC_i(\omega) = b_i$$

$$\omega_i = f(\text{conviction}_i)$$

$\sigma(\omega)$: rischio totale del portafoglio

RC_i: contributo al rischio dell'attività i

b_i: budget di rischio dell'attività i

Infine, il framework doveva essere **pratico e intuitivo**. Il processo di allocazione deve essere trasparente, facile da comprendere e solido in diverse condizioni di mercato. Se un modello è troppo teorico, troppo fragile o troppo dipendente da input inaffidabili, alla fine non riuscirà a svolgere il suo compito di gestione del portafoglio nel mondo reale.

b. Il nostro modello

La sfida consisteva nello sviluppare una metodologia di allocazione che integrasse queste caratteristiche chiave garantendo al contempo robustezza. Per raggiungere questo obiettivo, abbiamo fatto leva sulla stabilità e sulla disciplina degli approcci basati sul rischio, scegliendo di strutturare il nostro quadro attorno alla definizione di un budget di rischio. Ricordiamo che questo metodo prevede la definizione di budget di rischio per ogni attività e la creazione di un portafoglio in cui il contributo al rischio di ogni attività è allineato al budget predefinito. Ciò garantisce un'allocazione equilibrata e controllata.

Tuttavia, i modelli standard di budgeting del rischio non incorporano in modo naturale le convinzioni del gestore di portafoglio, un requisito fondamentale per una gestione discrezionale attiva. La nostra ricerca si è concentrata sul superamento di questa limitazione, sviluppando un metodo che consente alle convinzioni di influenzare direttamente il peso delle attività senza destabilizzare il quadro di budget del rischio. Dopo un'ampia ricerca e vari test, siamo giunti a un approccio che preserva la struttura dell'allocazione del budget di rischio, garantendo al contempo che le opinioni dei gestori di portafoglio influenzino direttamente il peso delle attività. Abbiamo studiato attentamente il modo in cui queste convinzioni incidono sulle allocazioni per garantire che il processo rimanga rigoroso e solido, rendendo il modello finale adattabile e affidabile in condizioni reali.

Oltre alle caratteristiche principali descritte sopra, il framework offre anche una dimensione aggiuntiva: scalabilità tra le strategie. Presenta infatti il vantaggio di essere adattabile a diverse asset class e stili di gestione del portafoglio, siano esse strategie obbligazionarie, azionarie o multi-asset, ed è adatto sia ad approcci discrezionali che sistematici che prevedono operazioni Long-Only o Long-Short. Questa scalabilità garantisce che la metodologia di allocazione rimanga pertinente in diversi contesti di mercato, fornendo un quadro coerente e solido che può essere adattato a diversi contesti di investimento senza perdere la sua integrità strutturale.

Stabilendo questi principi chiave, abbiamo sviluppato un quadro di allocazione solido e flessibile, pienamente allineato con l'approccio di Candriam alla gestione attiva del portafoglio. Progettato per bilanciare la pianificazione del rischio top-down o con la flessibilità bottom-up,

garantisce che le convinzioni di investimento rimangano indipendenti dalla loro implementazione, integrando al contempo le opinioni dei gestori di portafoglio in modo strutturato e controllato. Questo quadro combina i vantaggi strutturali del budgeting del rischio con l'adattabilità dell'allocazione basata sulle convinzioni, consentendo ai gestori di esprimere dinamicamente le proprie opinioni sul mercato, mantenendo al contempo un rigoroso controllo del rischio. Di conseguenza, abbiamo creato un modello scalabile e resiliente che supporta il processo decisionale discrezionale e si adatta perfettamente alle mutevoli condizioni di mercato.

Nella prossima sezione passeremo dalla teoria alla pratica, illustrando come questo quadro viene applicato a un universo Euro Governativa . Questo esempio concreto dimostrerà come l'approccio bilancia efficacemente la pianificazione del rischio e il posizionamento attivo, garantendo sia stabilità che un'allocazione guidata dai rendimenti.

3. Applicazione alle strategie a benchmark

Il nostro framework di Active Risk-Budgeting è concepito per essere versatile e adattabile, così da poter essere applicato a un'ampia gamma di strategie di investimento, dalle absolute return alle gestioni a benchmark. Poiché il nostro framework è stato utilizzato per la prima volta dai gestori di portafoglio delle nostre strategie a benchmark, di seguito illustreremo la sua applicazione pratica per l'universo Euro Governativa , che rappresenta un'ampia gamma delle nostre strategie obbligazionarie a benchmark.

a. La gestione di portafoglio a benchmark Candriam

1. Processo d'investimento

La competenza principale di Candriam risiede nella gestione di portafogli a benchmark. In questa tipologia di fondi, l'obiettivo non è semplicemente quello di replicare un indice, ma anche di generare una sovraperformance mantenendo al contempo un controllo disciplinato del rischio. Per avere successo in questo approccio è necessario trovare il giusto equilibrio: essere sufficientemente attivi da generare alfa, garantendo al contempo un approccio strutturato e misurato all'assunzione di rischi.

Per generare una sovraperformance costante in un contesto di riferimento, i gestori di portafoglio Candriam si affidano a un processo di investimento strutturato e ben definito che garantisce che ogni decisione attiva sia ponderata, sottoposta a controllo del rischio e allineata con gli obiettivi di performance. La gestione del portafoglio presso Candriam non consiste semplicemente nell'assumere posizioni isolate, bensì nell'allocare strategicamente il rischio e garantire che ogni posizione apporti un contributo significativo alla performance a lungo termine.

Una delle sfide principali nella gestione attiva basata sul benchmark è definire e gestire il rischio consentendo al contempo la flessibilità necessaria per sfruttare le opportunità di mercato. In questo contesto, il tracking error (TE) gioca un ruolo centrale, poiché quantifica la deviazione del portafoglio dal benchmark. Tuttavia, il rischio non è solo un vincolo: è uno strumento per generare performance superiori. Se correttamente allocato, consente ai gestori di esprimere le proprie opinioni più convinte in modo strutturato e disciplinato, garantendo che ogni posizione attiva apporti un contributo significativo ai rendimenti del portafoglio.

2. Strategie di clustering

Per allocare correttamente il rischio ed esprimere le proprie convinzioni, i gestori di portafoglio Candriam definiscono una chiara segmentazione dell'universo di investimento. Invece di trattare asset o tipologie di operazioni come un elenco statico, i nostri gestori li raggruppano in cluster indipendenti, ognuno dei quali rappresenta una distinta esposizione al mercato. Questa suddivisione in tipologie di strategie o operazioni altamente correlate riflette il modo in cui analizzano naturalmente i mercati, strutturano le decisioni di investimento e implementano il posizionamento del portafoglio. Garantisce che ogni decisione venga presa all'interno di un quadro chiaro e coerente, contribuendo a catturare tutti i fattori di performance rilevanti, mantenendo al contempo la coerenza finanziaria.

Ed è proprio qui che entra in gioco il nostro **quadro di budget di rischio attivo**. Il nostro framework si integra infatti perfettamente nel processo di investimento di Candriam, migliorando l'allocazione strategica del rischio e mantenendo al contempo la flessibilità tattica. Si compone di due passaggi chiave:

- **Budget del rischio top-down:** Al livello più alto, i budget di rischio vengono allocati strategicamente tra i cluster, garantendo che il rischio sia distribuito in base agli obiettivi del portafoglio e alle condizioni di mercato. Questa allocazione strutturata fornisce una base stabile per la costruzione del portafoglio e garantisce che nessuna singola esposizione prevalga sul profilo di rischio complessivo.
- **Posizionamento tattico bottom-up:** All'interno di ciascun cluster, i gestori esprimono le loro specifiche convinzioni di mercato a livello strategico. Adeguano le singole posizioni in base all'analisi fondamentale, alle intuizioni macroeconomiche e ai segnali quantitativi, assicurando che le scommesse attive rimangano ponderate, ben calibrate e allineate con il quadro di rischio più ampio del portafoglio.

Applicando questo approccio strutturato, i portafogli a benchmark di Candriam beneficiano di un quadro disciplinato ma adattabile che garantisce che il rischio sia allocato in modo efficiente, che le opportunità siano catturate in modo efficace e che la performance rimanga costantemente allineata con gli obiettivi di investimento. Nella prossima sezione illustreremo come questo approccio strutturato ma flessibile consenta di adattare senza soluzione di continuità il nostro quadro di investimento a diversi universi obbligazionari.

3. La nostra gamma di fondi obbligazionari globali

La competenza di Candriam nel settore del reddito fisso globale abbraccia molteplici universi di investimento attraverso un'ampia gamma di fondi, che vanno dai titoli di Stato euro a universi più ampi, come l'obbligazionario aggregate globale. Questa diversità ci ha spinto a sviluppare un quadro di investimento scalabile e adattabile che ci consenta di adattare senza soluzione di continuità la costruzione del portafoglio man mano che gli universi di investimento si espandono.

Al centro di questa flessibilità c'è il nostro framework basato su cluster, che fornisce un modo strutturato ma modulare di gestire il rischio e l'esposizione al mercato. Invece di trattare ogni universo come un'entità indipendente, ci basiamo su cluster esistenti, assicurandoci che l'espansione da un universo più ristretto a uno più ampio sia un'estensione naturale e coerente della stessa metodologia.

Ad esempio, aggiungendo semplicemente due cluster (credito e asset rischiosi) all'universo Euro Governativa esistente, si passa da un universo Euro Governativa a un universo Aggregato Euro (vedere la tabella sottostante). Questo approccio modulare garantisce che, man mano che gli universi di investimento crescono, il nostro quadro rimanga strutturato ma adattabile. Il passaggio all'Aggregato Euro Core+ o addirittura all'Aggregate Globale non richiede cambiamenti fondamentali, ma solo l'integrazione di cluster aggiuntivi per riflettere un universo di investimento più ampio.

		FX Paesi sviluppati	FX Mercati emergenti FX Paesi sviluppati	**Valute**
	Credito	Credito	Credito	**Credito**
	Asset rischiosi	Asset rischiosi	Asset rischiosi	
Breakeven dell'inflazione	Breakeven dell'inflazione	Breakeven dell'inflazione	Breakeven dell'inflazione	**Titoli di Stato**
Obbligazioni sovrane, sovranazionali e agency	Obbligazioni sovrane, sovranazionali e agency	Obbligazioni sovrane, sovranazionali e agency	Obbligazioni sovrane, sovranazionali e agency	
Tassi d'interesse Relative value	Tassi d'interesse Relative value	Tassi d'interesse Relative value	Tassi d'interesse Relative value	
Curva	Curva	Curva	Curva	
Duration	Duration	Duration	Duration	
Euro Governativa	**Aggregate Euro**	**Aggregate Euro Core +**	**Aggregate Globale**	

Come accennato in precedenza, Candriam offre un'ampia gamma di fondi, alcuni dei quali appartengono allo stesso universo di investimento. Tuttavia, ogni fondo ha le sue specificità, i suoi obiettivi, i suoi vincoli (come la tolleranza al rischio o i criteri ESG) e i suoi processi di investimento. Un altro elemento di differenziazione fondamentale è l'allocazione dei budget di rischio tra i cluster, che deve essere adeguata alla strategia e all'obiettivo del fondo.

Il nostro framework risponde pienamente a questa esigenza, consentendo aggiustamenti dinamici del budget di rischio su misura per l'universo di investimento e i vincoli di ciascun fondo. Ciò garantisce che la costruzione del portafoglio rimanga coerente e adattabile, nel rispetto del quadro di rischio e degli obiettivi strategici di ciascun fondo.

b. Un caso pratico: Strategia Euro Governativa

4. Universo della strategia

L'universo di investimento della strategia Euro Governativa è costituito da una selezione diversificata e attentamente strutturata di asset obbligazionari o tipologie di trade (strategie) che possono essere classificate nel modo seguente (piuttosto esplicito[1]):

Universo	EU_Core_2Y EU_Core_5Y EU_Core_10Y EU_Core_30Y EU_Non_Core_10Y EU_Agencies-Supra EU_Foreign_Sovereign Breakeven_EU

È importante sottolineare che queste strategie possono riguardare un singolo asset o una combinazione di più asset, a seconda dell'obiettivo di investimento. Ad esempio, un'operazione "Steepener" in genere coinvolge due obbligazioni (una posizione lunga su un'obbligazione a breve termine, una posizione corta su un'obbligazione a lungo termine) ed esprime una visione sull'irripidimento della curva dei rendimenti.

1 - Ad esempio, "EU_Core_2Y" significa "long su un bond governativo a 2 anni da un paese core"

Ora, per allocare in modo efficiente il rischio come descritto nella sezione precedente, questo universo viene segmentato in cluster indipendenti di strategie. Questa segmentazione è coerente con il modo in cui i nostri gestori di portafoglio strutturano il loro processo decisionale, consentendo sia la definizione di un budget di rischio strategico sia il posizionamento tattico. Di seguito forniamo un esempio di questa procedura di clustering:

Cluster	Strategie
Duration UE	EU_Core_2Y EU_Core_5Y EU_Core_10Y EU_Core_30Y EU_Non_Core_10Y
Tasso di interesse relative value	Spread_EU_Core Spread_EU_Non_Core
Curva	5Y-2Y_EU 10Y-2Y_EU 30Y-10Y_EU
Obbligazioni sovrane, sovranazionali e agency(SSA)	EU_Agencies-Supra EU_Foreign_Sov
Breakeven dell'inflazione	BEI_EU

5. Gestione del rischio

Nell'esempio seguente, con una strategia Euro Governativa, abbiamo applicato un tracking error massimo del 3%. Questa soglia è progettata per bilanciare il posizionamento attivo con la disciplina a benchmark: Sebbene i gestori di portafoglio abbiano la flessibilità di cogliere le opportunità di alfa, lo fanno a contesto strutturato che limita le deviazioni eccessive dal benchmark. Questo TE viene poi ripartito tra i cluster per garantire che il rischio venga allocato in modo coerente con gli obiettivi della strategia, mantenendo al contempo un'esposizione ben bilanciata e controllata. Di seguito un promemoria dell'attribuzione del cluster di bilancio del rischio per una strategia Euro Governativa :

Cluster	Gestione del rischio
Duration UE	50%
Tasso di interesse relative value	15%
Curva	15%
SSA	10%
Breakeven dell'inflazione	10%

6. LE NOSTRE CONVINZIONI

Con un solido quadro per l' allocazione del rischio, il passo successivo cruciale è dare concretezza alle convinzioni di investimento, trasformando le intuizioni di mercato in posizioni decisive che guidano la performance.

All'interno di ciascun cluster, i gestori di portafoglio assegnano un livello di convinzione, positivo o negativo, a ciascuna strategia. Una convinzione positiva riflette la fiducia che la strategia sottostante avrà risultati migliori, mentre una convinzione negativa indica un'aspettativa di risultati inferiori alle aspettative.

Sebbene queste convinzioni possano essere espresse come un punteggio continuo, per tradurle in allocazioni di portafoglio è necessario un piano strutturato e pratico. Un approccio puramente numerico può talvolta introdurre una complessità non necessaria e una particolare sensibilità a piccole variazioni di punti di vista, che potrebbero non essere giustificate in contesti di mercato volatili. Abbiamo invece optato per una scala discretizzata che garantisce sia chiarezza che solidità, garantendo che le decisioni di investimento rimangano disciplinate e ripetibili.

In Candriam, ci affidiamo a una scala di convinzione a tre livelli (basso, medio e alto) che consente ai gestori di portafoglio di esprimere le proprie visioni in modo semplice, coerente ed efficace. Questa scala garantisce che le idee con maggiore convinzione ricevano maggiori allocazioni, mentre le strategie con minore convinzione ricevano un rischio proporzionalmente inferiore. L'approccio strutturato aumenta inoltre la trasparenza, semplificando la comunicazione e l'adeguamento dinamico delle posizioni in base all'evoluzione delle condizioni di mercato.

Di seguito forniamo esempi concreti di come queste convinzioni plasmano il posizionamento mirato all'interno dell'universo Euro Governativa , dimostrando come il giudizio degli esperti si traduca in decisioni di investimento praticabili.

Strategie	Convinzione del PM
EU_Core_2Y	Neutrale
EU_Core_5Y	Elevata affidabilità
EU_Core_10Y	Neutrale
EU_Core_30Y	Neutrale
EU_Non_Core_10Y	Convinzione media
5Y-2Y_EU	Neutrale
10Y-2Y_EU	Elevata affidabilità
30Y-10Y_EU	Neutrale
Spread_EU_Core	Neutrale
Spread_EU_Non_Core	Convinzione media
EU_Agencies-Supra	Neutrale
EU_Foreign_Sov	Elevata affidabilità
BEI_EU_10Y	Elevata affidabilità

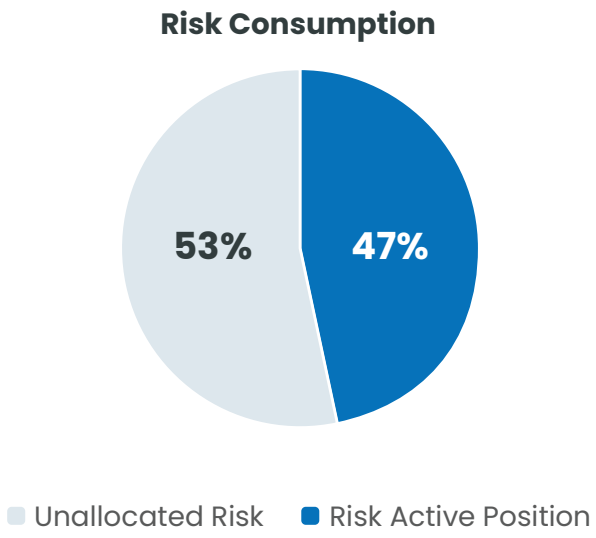
7. Asset Allocation

Ora abbiamo tutti gli elementi per applicare il nostro approccio di active risk budgeting. Tutto ciò di cui abbiamo bisogno è una stima affidabile delle correlazioni e delle volatilità. Per fare questo, utilizziamo una metodologia proprietaria[2] progettata per rimanere resilienti anche in contesti di mercato volatili.

Di seguito è riportato un grafico a torta che mostra l'asset allocation risultante, ovvero come il rischio viene distribuito all'interno del portafoglio in base ai budget di rischio predefiniti e alle convinzioni di investimento:

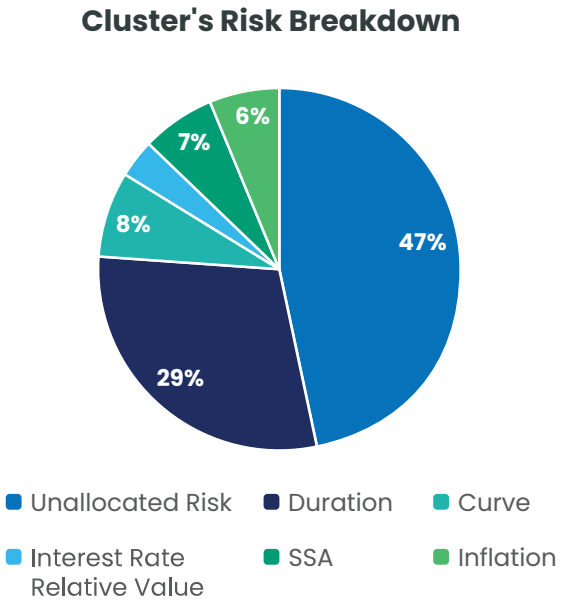
2 - Sono stati testati diversi metodi di stima

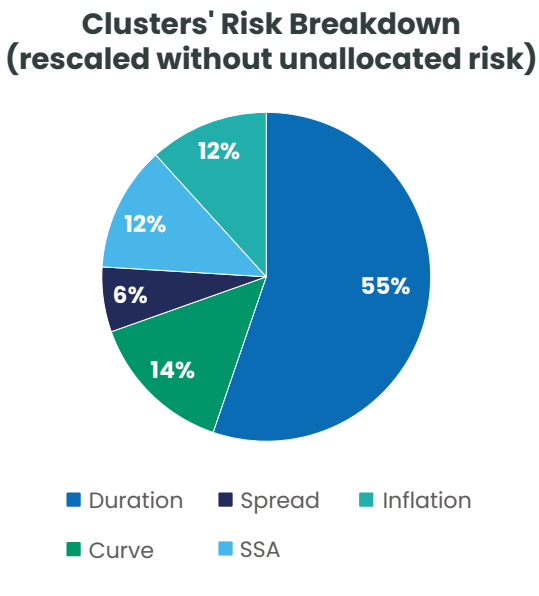
Osservazioni chiave:



- **Rischio non allocato:** ciò corrisponde a strategie con convinzioni neutrali, il 47% nel nostro esempio specifico implica un tracking error pari all'1,59%, rispetto al 3% consentito dal vincolo. Questo rischio non allocato lascia una certa flessibilità per adeguare le posizioni e aumentare l'esposizione in futuro, se le convinzioni dovessero rafforzarsi con l'andamento dei mercati.

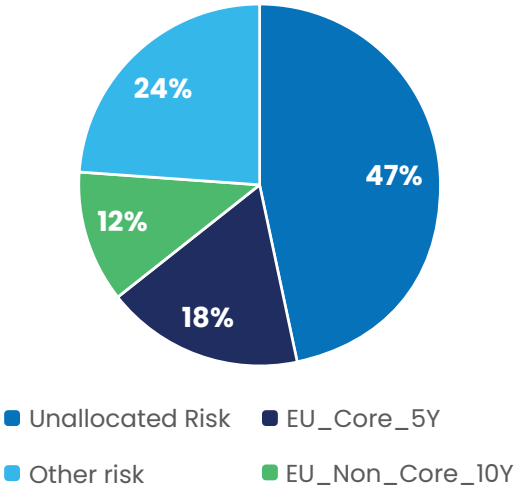
- **Distribuzione del rischio tra i cluster:** Come previsto, i cluster con budget a rischio più elevato consumano più rischi, anche quando le convinzioni all'interno della strategia individuale del cluster sono più basse. Ciò è coerente con il nostro processo di allocazione top-down, in cui il rischio viene allocato proporzionalmente in base all'importanza strategica e agli obiettivi del fondo.



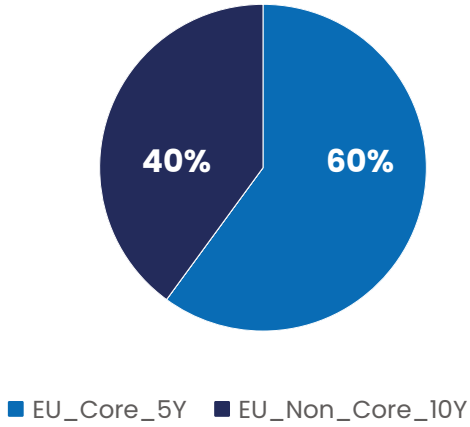


- **Allocazione del rischio all'interno dei cluster:** osserviamo che all'interno di ciascun cluster, le strategie con le convinzioni più elevate consumano più rischi, confermando che il nostro framework traduce efficacemente le opinioni di investimento in un'assunzione di rischi misurata. Il nostro consumo di rischio di cluster è determinato per il 60% da posizioni ad alta convinzione e per il 40% da posizioni a media convinzione. Poiché le posizioni neutrali non comportano alcun rischio, non compaiono nel grafico.

Risk Breakdown detailed by Strategy in Duration Cluster



Risk Breakdown within Duration Cluster



Metodologia proprietaria ibrida per aumentare la resilienza del portafoglio fixed income

In Candriam, all'interno della business unit dedicata al fixed income, abbiamo sviluppato una metodologia di allocazione proprietaria, ibrida e innovativa che integra i punti di forza degli approcci di allocazione del portafoglio esistenti, affrontandone al contempo alcuni limiti. Basato su un approccio basato sul rischio, il nostro approccio bilancia rigorosamente i contributi al rischio per migliorare la resilienza del portafoglio rispetto alle fluttuazioni del mercato.

Una delle sue innovazioni principali è il modo in cui incorpora le convinzioni di investimento. Abbiamo superato i tradizionali approcci basati sui rendimenti, che sono altamente sensibili ai rendimenti attesi, traducendo le visioni dei gestori di portafoglio in modo strutturato e solido, senza richiedere previsioni di rendimento precise. Ciò garantisce maggiore stabilità, affidabilità e adattabilità in ambienti di mercato dinamici.

Progettata per un'applicazione pratica, questa metodologia si integra perfettamente nel processo di investimento obbligazionario di Candriam, come dimostrato dalla sua implementazione di successo nell'universo Euro Governativa . Inoltre, la sua scalabilità lo rende applicabile a tutte le nostre strategie obbligazionarie, da quelle benchmark a quelle a rendimento assoluto. Inoltre, questo modello è destinato a diventare la nostra metodologia di punta per tutte le nostre esigenze di asset allocation fixed income.

Questa è una comunicazione di marketing. Il presente documento è fornito a solo scopo informativo e non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari, né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma di alcun tipo di operazione. Sebbene Candriam selezioni accuratamente i dati e le fonti all'interno di questo documento, errori od omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite dirette o indirette risultanti dall'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento, i contenuti di questo documento non possono essere riprodotti senza previa autorizzazione scritta.

Avvertenza: Performance o rendimenti passati di un determinato strumento finanziario o indice o di un servizio o strategia di investimento, o simulazioni di performance passate o previsioni di performance future non sono indicativi di rendimenti futuri. Performance e rendimenti lordi possono essere influenzati da commissioni, onorari e altre spese. Performance e rendimenti espressi in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni dei tassi di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni. Se il presente documento fa riferimento a uno specifico trattamento fiscale, tali informazioni dipendono dalla situazione individuale di ciascun investitore e possono cambiare.

Il rischio di perdita del capitale è a carico dell'investitore.

Informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità: le informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità contenute nella presente comunicazione sono disponibili sulla pagina web di Candriam https://www.candriam.com/en/professional/sfdr/