

6° percorsi di **informazione** | **antalya '10**
2-5 giugno



L'allocazione degli attivi tra gestione dei rischi e performance tattica

Alessandro Fonzi, CFA

*Responsabile Clientela Istituzionale
Italia*

Lombard Odier Investment
Managers

Qui per sempre

- Oltre **200 anni** di esperienza
- Società **privata** controllata da 8 partners con **responsabilità illimitata**
- Una delle “**vere**” **banche private** più grandi in Europa

Un attore vero nella gestione del risparmio

- Circa **€ 104 mld** di attivi in gestione, di cui € 27 mld per clienti istituzionali
- Presenza globale con **23 uffici** in 18 nazioni
- Quasi **1.800** professionisti di cui 260 dedicati alle attività istituzionali
- Solo gestione del risparmio e **nessun conflitto di interessi**

Vicini ai nostri clienti

- Relazioni di **lungo termine**: il DNA della nostra cultura di banchieri privati
- Enfasi sulle **soluzioni d’investimento su misura**
- Un principio base: “gestire i soldi dei clienti **come se fossero i nostri**”

Convinti del nostro modello

- Modello **unico** al cuore della **convergenza** tra gestioni tradizionali e alternative
- I partners **investono personalmente** nei nostri prodotti

Abbiamo 4 forti convinzioni di investimento che hanno influenzato profondamente la nostra organizzazione

1

Siamo dei gestori **attivi** che fanno **analisi fondamentale**, ma crediamo nei vantaggi della **separazione tra generazione di Alpha e di Beta**

2

3 ingredienti chiave nella nostra generazione di Alpha: (i) **specializzazione** dei gestori nelle proprie aree di conoscenza, (ii) gestione con **posizioni lunghe e corte, e con pochi limiti**, (iii) **controlli stringenti dei rischi**

3

Crediamo in un **approccio disciplinato** in tutti i nostri processi e nella massima **trasparenza** per tutti i nostri portafogli

4

Crediamo che i portafogli bilanciati debbano essere costruiti con un **approccio di bilanciamento dei rischi** e non con la tradizionale allocazione del capitale

La nostra piattaforma di investimento si basa su motori di alpha e un gruppo di "assemblaggio" che lavorano a stretto contatto per fornire una vasta gamma di soluzioni d'investimento

MOTORI DI ALPHA

AZIONI &
CONVERTIBILI

REDDITO FISSO &
DIVISE

Professionisti degli investimenti specializzati e concentrati sulla generazione di Alpha

GRUPPO DI ASSET ALLOCATION

STRUTTURA DEI PORTAFOGLI GUIDATA DAI RISCHI

REPLICA DEI BETA

ALLOCAZIONE TATTICA DEGLI ATTIVI

Costruzione dei portafogli guidata dall'esposizione ai fattori di rischio che combina *alpha* e *beta*

110 professionisti degli investimenti

1. Le sfide principali nell'allocazione degli attivi
2. Gestione del rischio strategico: *Volatility-driven allocation*
3. Estrarre valore dalle opinioni tattiche: *Tactical alpha*
4. Il valore aggiunto di soluzioni *overlay*
5. Conclusioni



Jean-Louis Nakamura, Direttore Investimenti Gruppo di *Asset Allocation*

Esperienza
2008 a oggi
2007–2008
2002–2007
1999–2001
1995–1999

Lombard Odier Investment Managers
French Civil Service Pension Plan, CEO
French Pension Reserve Fund, CIO
Council of the European Union, Counselor
Ministry of Finance, Head of Int'l forecasts

Titoli di studio e attività accademiche

- Laurea in Scienze Politiche, ENA
- Lecturer in Economia Politica at Sciences Po Paris and ENA



Christophe Morel, PhD, Responsabile Allocazione Tattica degli Attivi

Esperienza
2008 a oggi
2006–2008
2004–2006
2001–2004
1998–2001

Lombard Odier Investment Managers
Natixis AM, Head of TAA & Overlay
French Pension Reserve Fund, Head of TAA
Ixis Asset Management, Strategist
Ministry of Finance

Titoli di studio e attività accademiche

- Laurea in Econometria & PhD in Finanza
- Ricercatore associato in Finanza, Dauphine University, Paris



Jérôme Teiletche, PhD, Responsabile Investimenti Sistemati

Esperienza
2008 a oggi
2006–2008
2001–2008
1999–2001

Lombard Odier Investment Managers
SGAM, Quantitative Alternative Investments
IXIS CIB, Quantitative Analyst
Ministry of Finance, Economist

Titoli di studio e attività accademiche

- PhD in Econometria
- Autore di parecchi articoli e pubblicazioni professionali e accademiche



Dal lato degli investitori ...

Una definizione più formale degli obiettivi di rischio e della tolleranza al rischio

Dal lato dei gestori ...

Una più chiara separazione tra la gestione dei rischi strategici e la generazione tattica di extra-rendimento ("alpha")

Un processo di gestione dei rischi strategici che consideri il divario tra i livelli effettivi di rischio e le ipotesi di lungo-termine

Un processo di generazione tattica di extra-rendimento senza particolari limiti

Sviluppo di una infrastruttura di "overlay" che permetta di gestire l'allocazione degli attivi nella struttura "portafoglio specializzato"

1

Obiettivo 1
Limitare le perdite dell'allocazione strategica

Processo centrato sul benchmark
strategico

Processo 1
Volatility-driven allocation [VDA]

Obiettivo 2
Aggiungere rendimento positivo

Universo e processo senza limiti

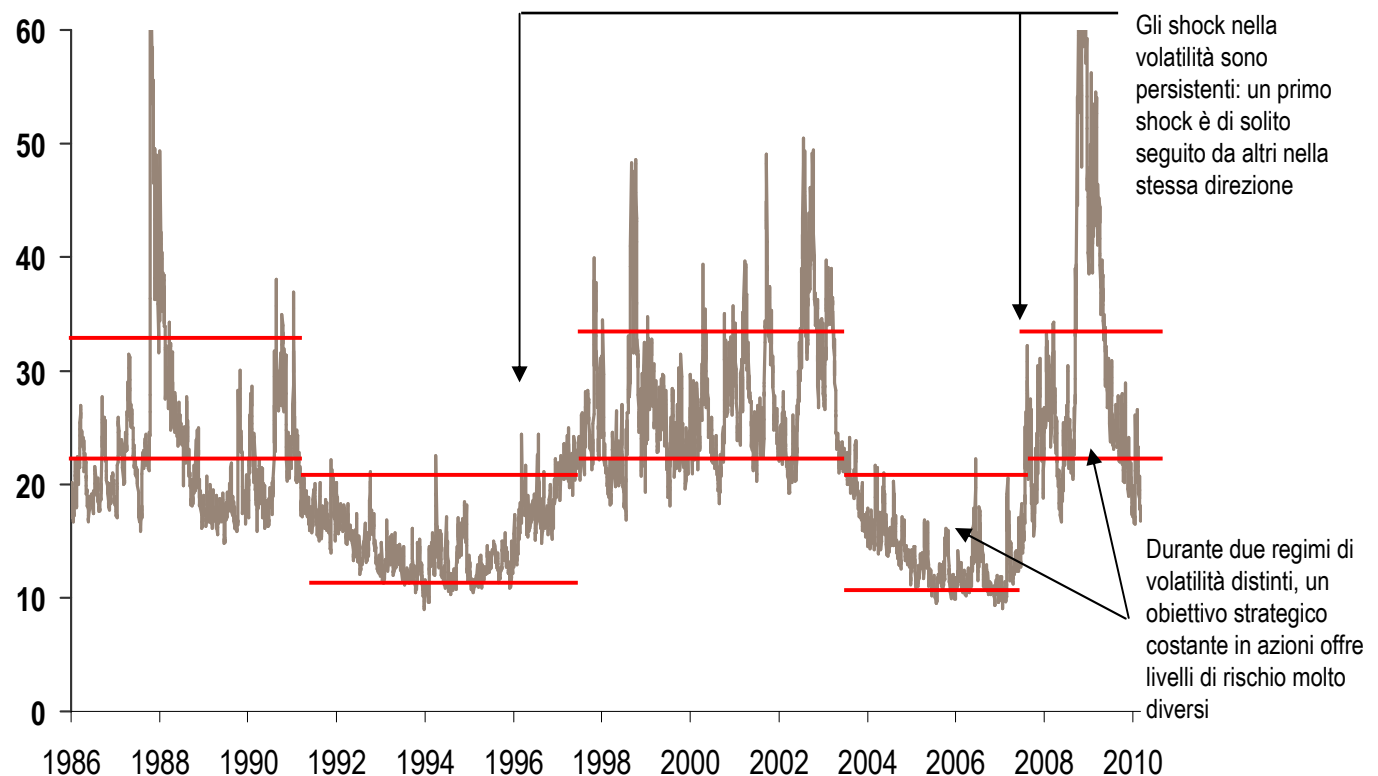
Processo 2
Tactical Alpha [T α]

Il rischio mercato non è stabile nel tempo

La persistenza negli shock di volatilità conduce a regimi successivi di alta e bassa volatilità

Il livello di rischio di una determinata allocazione degli attivi varia a seconda di questi due regimi

Volatilità implicita sull'indice S&P500



	Opzione 1 – L'investitore mantiene la sua allocazione strategica degli attivi	Opzione 2 – L'investitore abbandona ogni allocazione strategica formale. Il suo obiettivo è fissato come un limite di perdita massima
Principi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'investitore sottoscrive le proprie aspettative di rendimento e volatilità ▪ Queste aspettative si traducono da pesi in contribuzioni al rischio ▪ Esempio: un'allocazione 30% azioni / 70% reddito fisso si traduce in 80% rischio azioni / 30% rischio obbligazioni ▪ Il processo dovrebbe mirare al mantenimento di una struttura di rischio (e del rischio totale) costante attraverso i differenti regimi di rischio 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'investitore stabilisce un limite di perdita massima su un dato periodo di tempo. Es.: non perdere più del 10% in un anno ▪ Non ha opinioni riguardo rendimenti e volatilità attesi delle differenti classi di attivi ▪ In tal caso, i pesi delle classi di attivo saranno adeguati sistematicamente per mantenere uguali le loro contribuzioni effettive al rischio totale del portafoglio ▪ Il budget totale di volatilità si aggiusta automaticamente a seconda del ritardo (in avanti o indietro) rispetto al limite di perdita massima
Implicazioni	Il rendimento del portafoglio dipenderà principalmente dal rendimento dei mercati e rimane misurato all'allocazione strategica formale	L'investitore è interessato solo alla performance assoluta e non a quella relativa rispetto a un dato benchmark. Il rendimento dovrebbe essere massimizzato per un dato budget di rischio
	« VDA relativo »	« VDA assoluto »

1. Definire gli obiettivi di rischio impliciti dell'investitore

Formalizzare secondo l'allocazione strategica esistente:

- Un livello di rischio atteso globale
- Ipotesi di volatilità per ogni classe di attivi
- Contribuzione di rischio di ogni classe di attivi al rischio atteso globale

2. Calcolare permanentemente dei "pesi dinamici" aggiornati

Calcolare frequentemente i "pesi dinamici" aggiornati per ogni classe di attivi per:

- Mantenere costante il livello di rischio atteso globale
- Rimanere allineati con le contribuzioni di rischio iniziali di ogni classe di attivi

3. Ribilanciare il portafoglio secondo i "pesi dinamici"

Attuare una politica di ribilanciamento regolare secondo i "pesi dinamici":

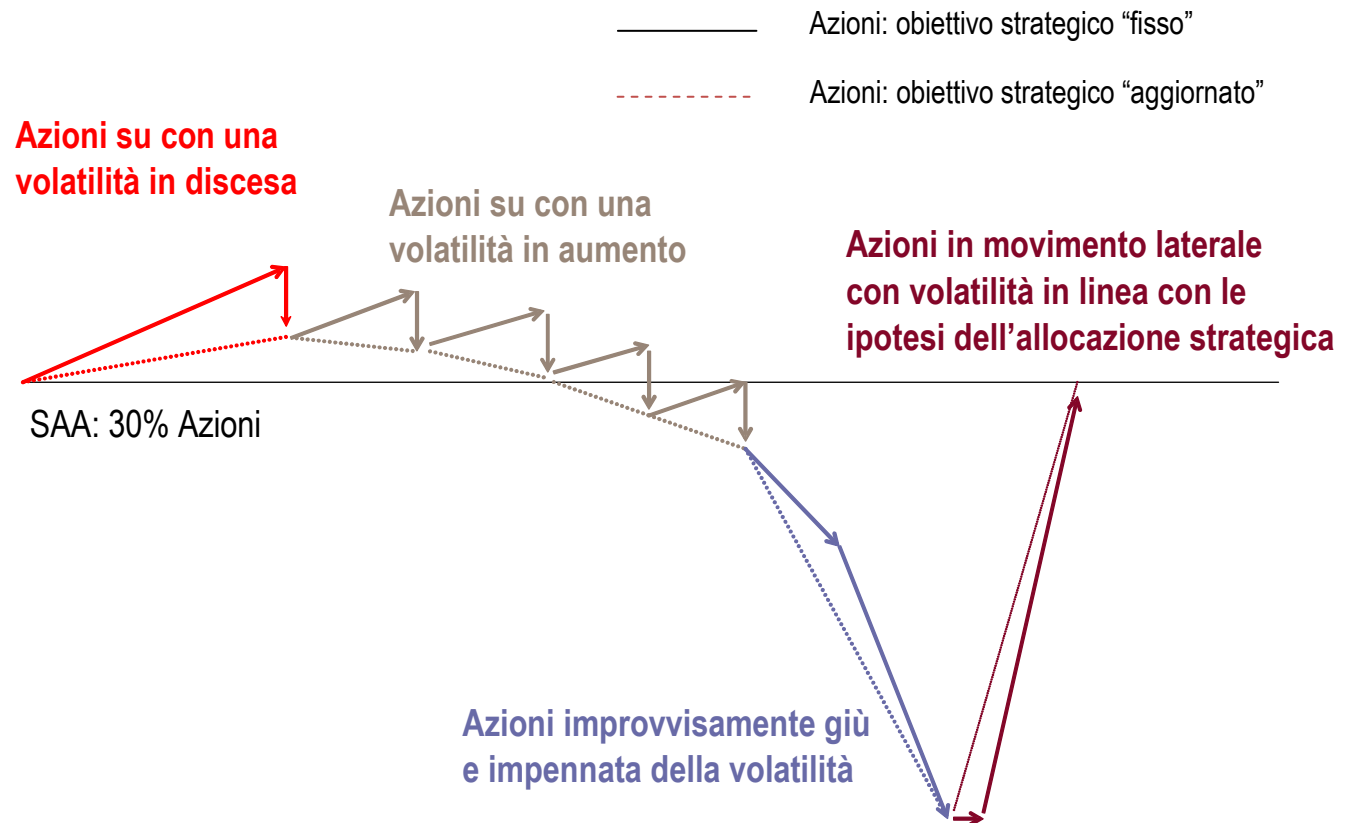
- Vendere (o comprare meno) attivi il cui rischio è in aumento (e/o sopra le ipotesi iniziali)
- Comprare (o vendere meno) attivi il cui rischio è in diminuzione (e/o sotto le ipotesi iniziali)

Calibrare il rischio

- Il processo è interamente sistematico
- Il budget di rischio previsto per questo processo può essere basso, medio o molto alto: nell'ultimo caso il portafoglio può essere portato da un 100% in azioni a un 100% in liquidità per una copertura completa

Ribilanciare il portafoglio non secondo i pesi dell'allocazione strategica degli attivi, ma secondo i pesi "aggiornati" in maniera permanente al fine di mantenere costantemente ottimizzati gli obiettivi di rischio / rendimento dell'investitore

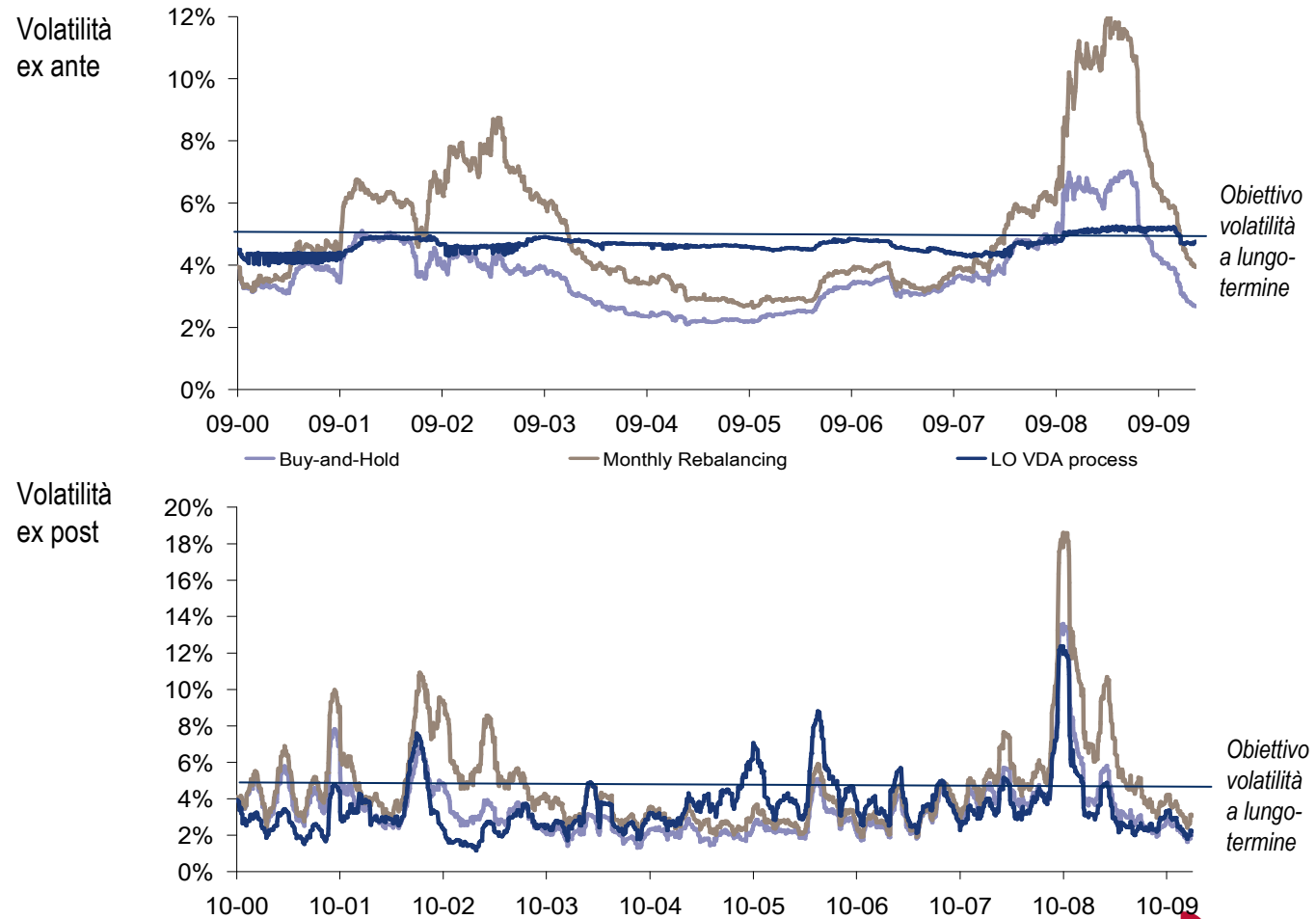
Ribilanciamento in diverse fasi di mercato



In periodi di alta volatilità (ad es., 2008/09) il processo VDA limita l'impatto delle impennate di volatilità sul rischio totale del portafoglio

Il rischio ex-ante è quasi pienamente in linea con l'obiettivo strategico, mentre il rischio ex-post vi si avvicina molto di più che non con le tradizionali tecniche di ribilanciamento

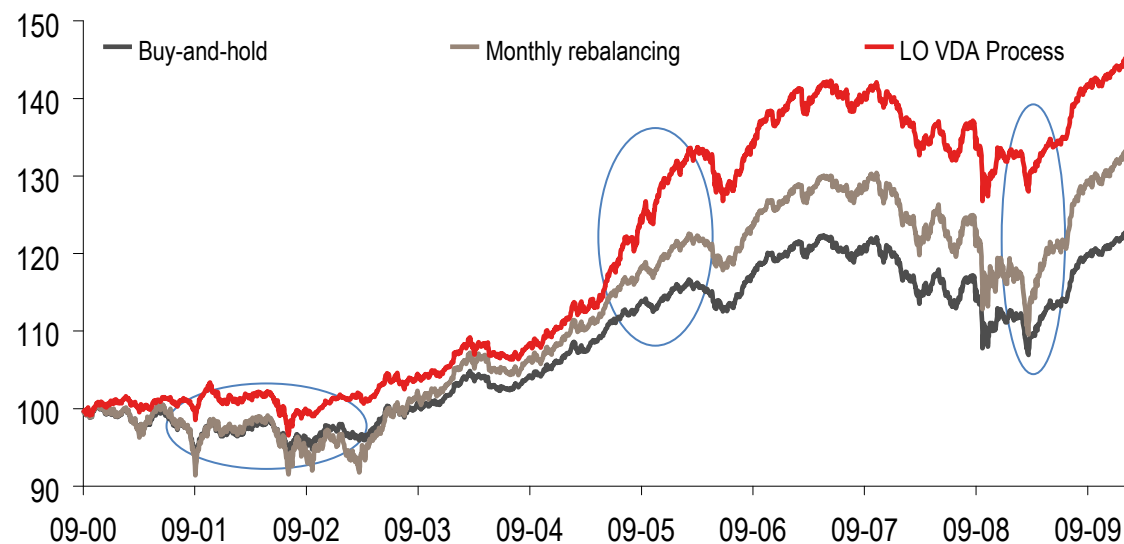
Cambiamenti di volatilità nel tempo per un'allocazione 30% azioni / 70% obbligazioni



Questo processo contribuisce a ridurre le perdite ... mentre permette di aumentare l'esposizione quando il rischio diminuisce ...

... migliorando così la performance di lungo-periodo in caso di crisi ...

Performance & statistiche di un portafoglio 30% azioni / 70% obbligazioni



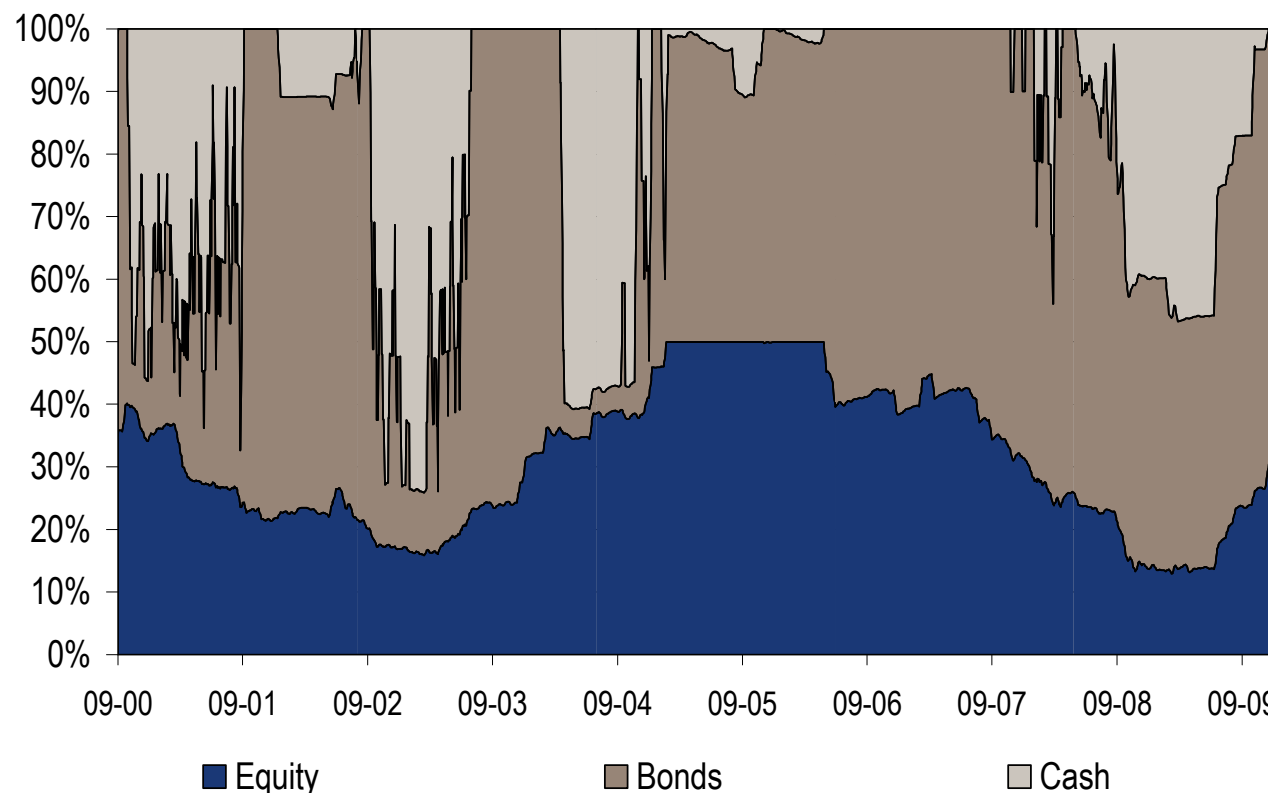
	Ribilanciamento mensile	Senza ribilanciamento	Processo VDA di Lombard Odier
Rendimento annualizzato medio	3.1 %	2.2 %	4.0 %
Volatilità ex post media	5.3 %	3.8 %	3.9 %
Perdita massima realizzata	15.7 %	12.6 %	10.9 %
Indice di Sharpe	0.31	0.20	0.66

I pesi delle classi di attivo possono variare anche in maniera significativa per mantenere il livello di rischio effettivo il più stabile possibile

L'uso di contratti futures permette un ribilanciamento dinamico con costi contenuti per il portafoglio

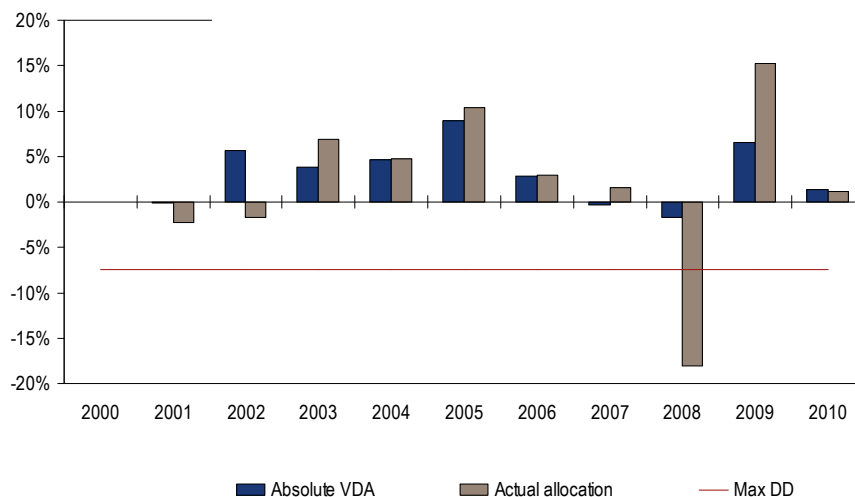
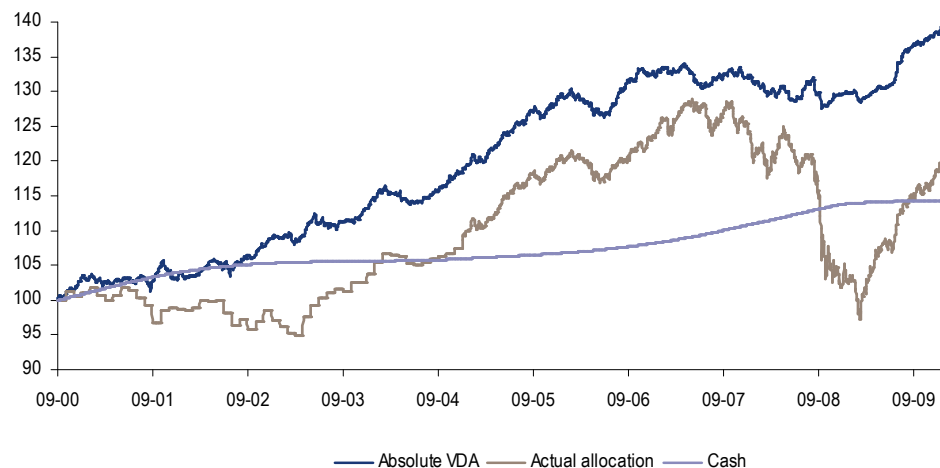
Pesi delle classi di attivo nel portafoglio

Evoluzione dei pesi delle classi di attivi con il processo VDA per un benchmark strategico iniziale 30% azioni / 70% obbligazioni (obiettivo di volatilità 5%)



In questo caso l'allocazione effettiva non è limitata da alcun tipo di obiettivo, ma è sistematicamente diversificata massimizzando la dispersione del rischio tra i vari attivi all'interno del budget di rischio globale

Le perdite sarebbero effettivamente molto minori e, quando accumulate nel tempo, porterebbero rendimenti molto migliori

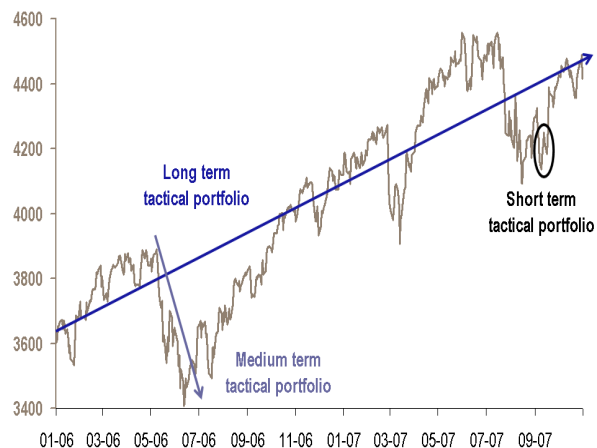


L'aspetto più innovativo del processo tattico è la ripartizione del portafoglio in tre orizzonti temporali differenti

Difficile restare fedeli alle convinzioni di lungo-termine nel far fronte alla volatilità a breve-termine del mercato

Le risposte del processo di allocazione degli attivi

Mercato azionario: DJ Eurostoxx 50 nel 2006



- Definire tre orizzonti temporali diversi
- Implementare, per ognuno dei tre orizzonti temporali, un processo di investimento separato – per esempio, per prendere decisioni
- Esprimere delle convinzioni di investimento rilevanti per ognuno degli orizzonti temporali

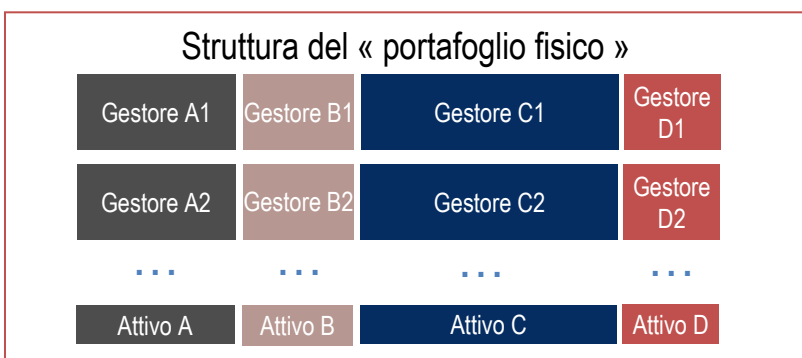
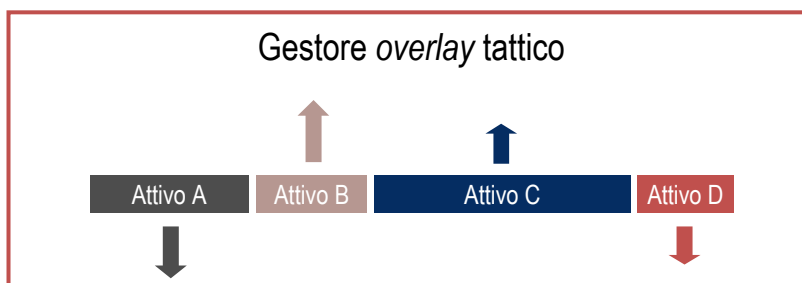
Portafoglio tattico a lungo termine

Portafoglio tattico a medio termine

Portafoglio tattico a breve termine

I portafogli tattici	Orizzonte Temporale	Logica di investimento
Sotto-portafoglio a lungo-termine	Da 6 a 18 mesi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Processo sistematico ▪ Analisi dei regimi di rischio ▪ Basato sulle valutazioni – premi per il rischio <i>ex-ante</i>
Sotto-portafoglio a medio-termine	Da 1 settimana a 6 mesi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Approccio puramente discrezionale basato su: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ciclo economico ▪ Ciclo monetario ▪ Ciclo di mercato ▪ Approccio “contrarian” in relazione a indicatori di sentimento / posizioni del mercato
Sotto-portafoglio a breve-termine	Da 1 giorno a 1 settimana	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Approccio puramente di analisi tecnica ▪ Sfruttare ogni opportunità con un <i>pay-off</i> asimmetrico

Struttura di portafoglio specializzato



I vantaggi di una soluzione *overlay*

- Controllo delle esposizioni in tempo reale e valutazione accurata dei rischi attivi
- Aiuto nelle decisioni di allocazione globale degli attivi con ripartizione tra:
 - Decisioni di ribilanciamento in pesi / contribuzioni al rischio
 - Implementazione di alcune decisioni specifiche dell'investitore
 - Decisioni attive tattiche del gestore
- Rapporti e attribuzione della performance più accurati
- Maggiore flessibilità nella gestione della liquidità
- Costo contenuto (commissioni e struttura dei costi) in rapporto al valore aggiunto in termini di risparmio sui rischi e/o miglioramento dei rendimenti

Misurare il rischio, analizzare i cicli economici e del mercato, e separare gli orizzonti temporali

1 I **pesi** delle classi di attivi sono **indicatori fuorvianti per la valutazione dei rischi strategici** nell'allocazione degli attivi

2 Esistono informazioni preziose nei **regimi di volatilità**

3 Crediamo nei **cicli economici** e nella loro interazione con i mercati

4 Le decisioni tattiche sono efficaci a condizione che siano gestite **secondo il proprio orizzonte temporale rilevante**

5 Solo l'uso di derivati finanziari quotati (futures e opzioni su indici) offre trasparenza, liquidità e **reattività** con un costo contenuto per il portafoglio

6 Le piattaforme di *overlay* sono una **fonte importante di miglioramento per il controllo e l'allocazione degli attivi degli investitori istituzionali** oltre alla gestione dei rischi