

Gli asset alternativi nei portafogli istituzionali

Guido Contesso

Responsabile Enti Previdenziali, Fondazioni, Fondi Pensione e Asset Manager
Barclays Capital



Barclays Capital: principali dati di bilancio

Barclays Capital fa parte del gruppo Barclays Bank PLC, il quale vanta:

1. più di 300 anni di esperienza nel settore dei servizi finanziari
2. un totale attivo di bilancio superiore a £ 520 miliardi (€765 miliardi);
3. 80,000 collaboratori in 60 Paesi

Barclays Capital detiene lo stesso rating della capogruppo Barclays Bank PLC (Aa1 di Moody's/AA di S&P/AA di Fitch).

Tale merito creditizio corrisponde ad uno dei rating più elevati tra tutte le banche di investimento operanti in Europa

Barclays Capital: le aree d'attività

Barclays Capital è presente in Italia con uffici a Milano e a Roma

Barclays Capital è una banca d'investimento che supporta le grandi compagnie, governi e istituzioni a prendere e dare a prestito capitali nel mercato finanziario su vasta scala.

Barclays è dunque una banca globale che offre ai suoi clienti un valore fondamentale: l'esperienza nei mercati in cui opera.

Una Nuova Tipologia di Investimenti: gli Asset Alternativi

Tradizionalmente i portafogli degli investitori istituzionali sono stati investiti in Obbligazioni, Azioni e Liquidità

Negli ultimi anni tuttavia è cresciuta la popolarità degli Asset Alternativi, ovvero attivi diversi da quelli tradizionali, in particolare Commodities, Hedge Funds, Private Equity e Real Estate

Tali attivi hanno trovato una collocazione sempre più importante nei portafogli istituzionali: ciò è dovuto soprattutto alle loro proprietà decorrelanti, che permettono di migliorare l'efficienza del portafoglio e di generare rendimenti positivi anche in fasi di mercato bearish



Una Nuova Tipologia di Investimenti: gli Asset Alternativi (cont.)

In questa presentazione esploreremo inizialmente l'utilizzo degli Asset Alternativi nella Ottimizzazione di Portafoglio

Ci concentreremo poi su una delle storie di maggior successo degli ultimi anni, le Commodities, spiegando i motivi per cui continua ad avere senso investirvi

E nell'ultima parte esamineremo i diversi strumenti che permettono di prendere esposizione agli Asset Alternativi, a partire dalle Note a Capitale Garantito fino ai Fondi Armonizzati

Migliorare la Frontiera Efficiente attraverso gli Asset Alternativi

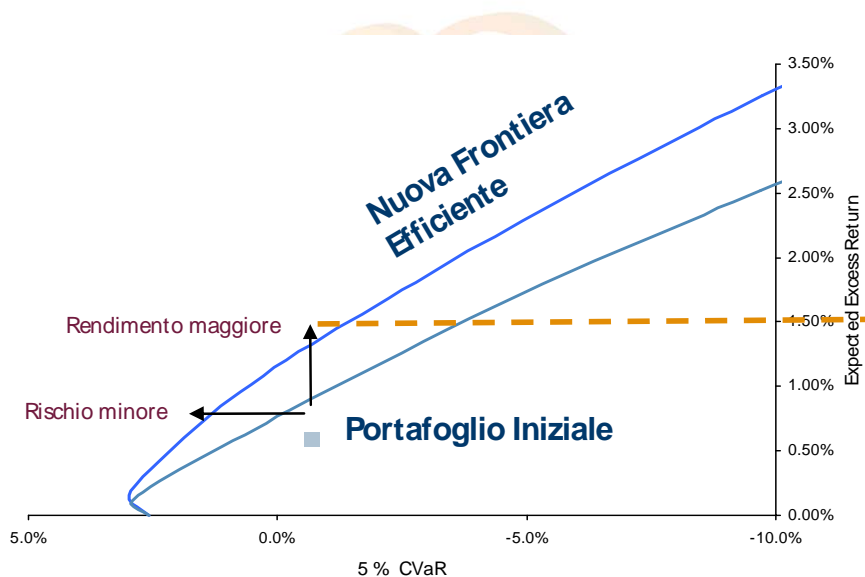
Negli ultimi anni gli Asset Alternativi (principalmente Commodities, Hedge Funds, Real Estate, Private Equity) hanno acquisito una crescente popolarità tra gli investitori istituzionali

La ragione di questo successo è che questo tipo di Asset ha dimostrato di consentire un miglioramento in termini di Ottimizzazione di Portafoglio, ovvero uno spostamento della Frontiera Efficiente verso l'alto

Uno studio di Barclays dimostra come avere un'esposizione positiva ad Asset Alternativi sarebbe stato "ottimale" nel 92% dei casi dal 2001

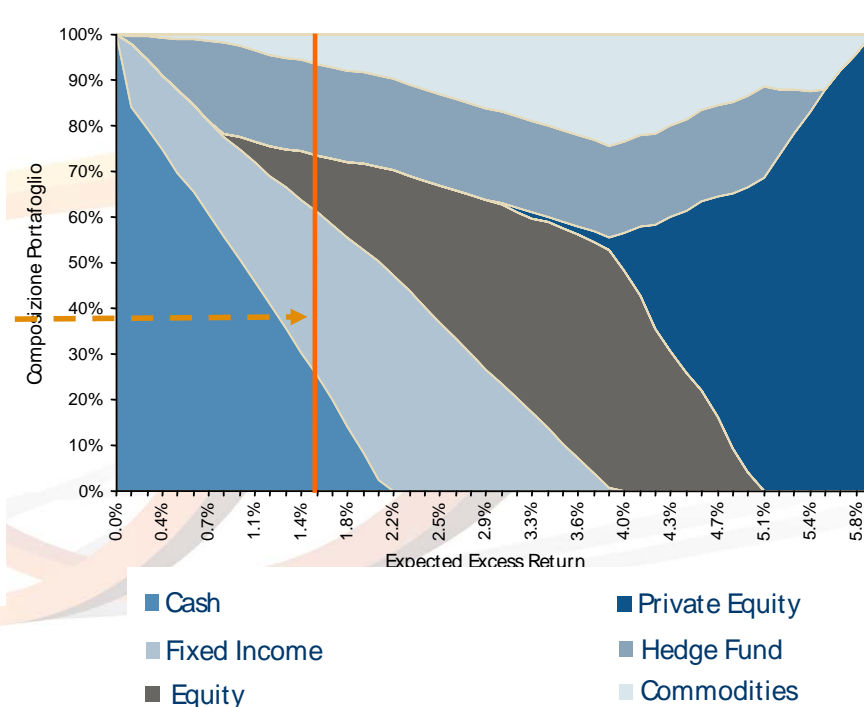
Migliorare la Frontiera Efficiente attraverso gli Asset Alternativi (cont.)

Frontiera Efficiente



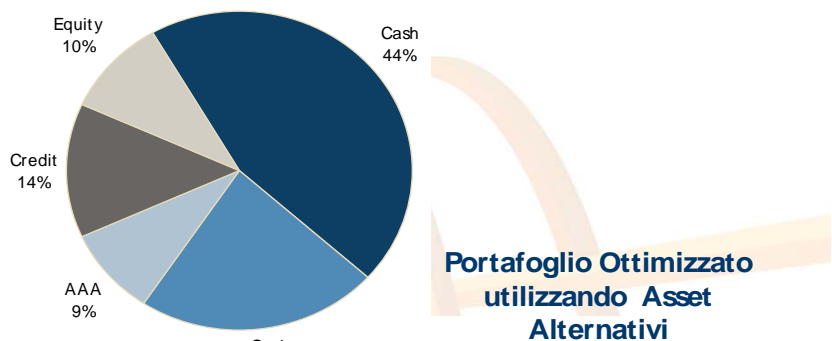
Fonte: Barclays Capital

Asset Allocation Efficiente

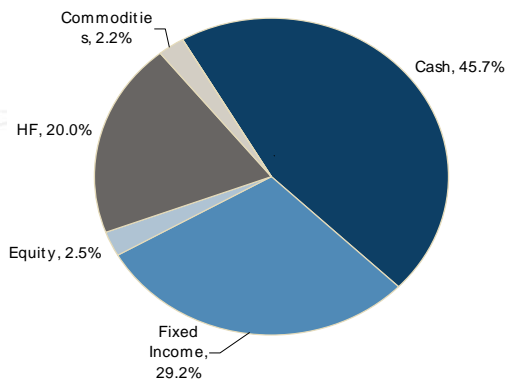


Esempio di Asset Allocation ottimale utilizzando Asset Alternativi

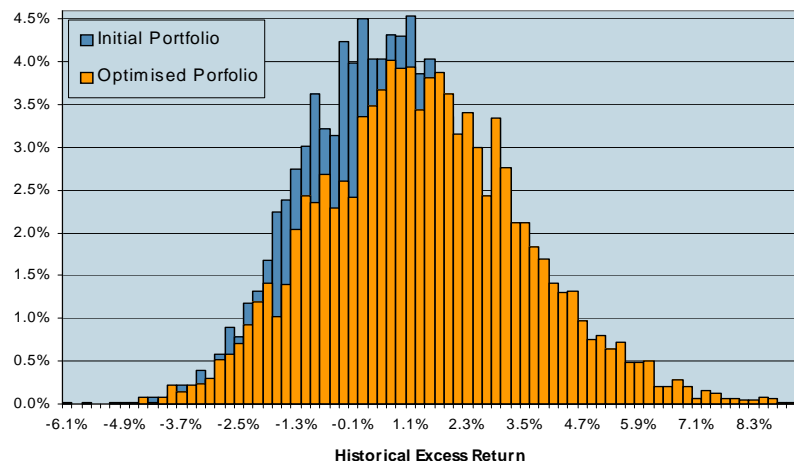
Portafoglio Iniziale



Portafoglio Ottimizzato
utilizzando Asset
Alternativi



Distribuzione dei Rendimenti del Portafoglio
Ottimizzato vs Portafoglio Iniziale

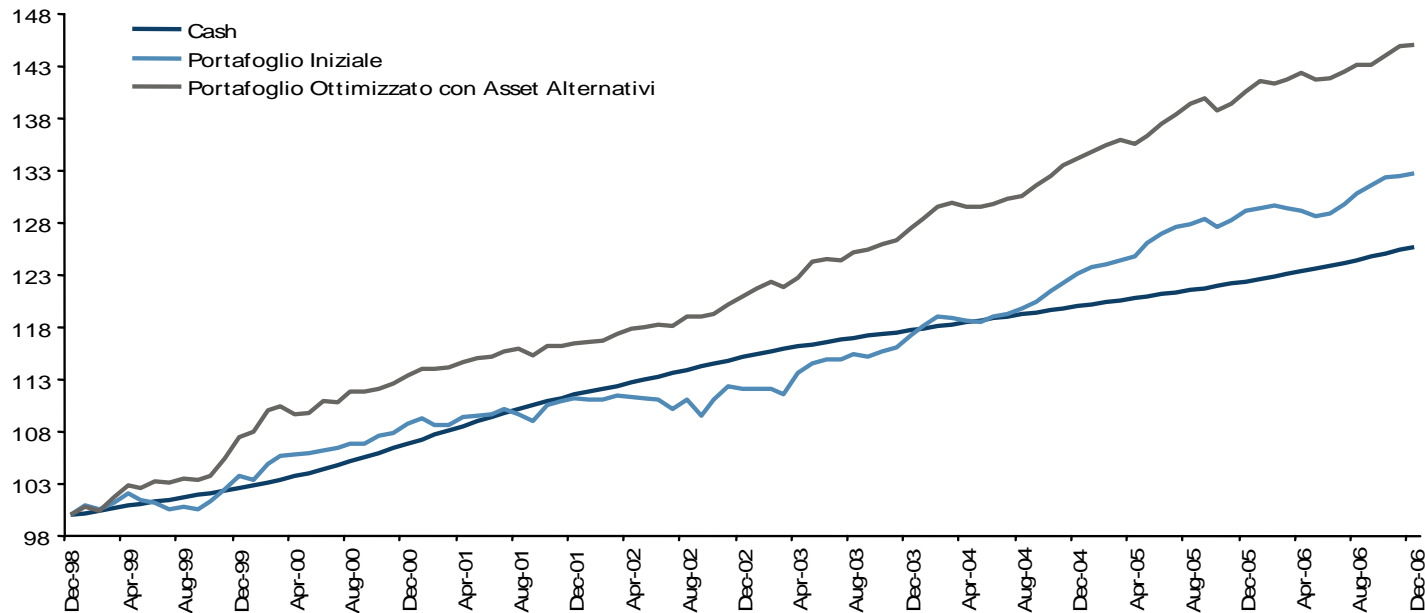


	Portafoglio Iniziale	Port. Ottimizzato
Rendimento Atteso	4.21%	4.54%
Volatilità	1.86%	1.83%
VaR(95%)	1.32%	1.37%
CVaR(95%)	0.66%	0.66%

Fonte: Barclays Capital

Back-testing del Portafoglio Ottimale che utilizza Asset Alternativi

Confronto tra le performance storiche di un Portafoglio cash-only, il Portafoglio Iniziale e il Portafoglio Ottimizzato con l'utilizzo di Asset Alternativi



Fonte: Barclays Capital

Perchè investire in Commodities?

Le Commodities presentano caratteristiche che le rendono una tipologia di attivo potenzialmente molto attraente nell'ambito di un portafoglio di investimento "bilanciato"

- ▶ I prezzi delle Commodities, storicamente, evidenziano una correlazione negativa con il prezzo di attivi finanziari quali Stocks e Bonds
- ▶ I prezzi delle Commodities tendono ad essere positivamente correlati con i prezzi al consumo e, dunque, rappresentano una "difesa naturale" contro l'inflazione
- ▶ Essendo prezzate in US\$, i prezzi delle Commodities, generalmente, sono correlati negativamente con il US\$

Diversificazione del Portafoglio

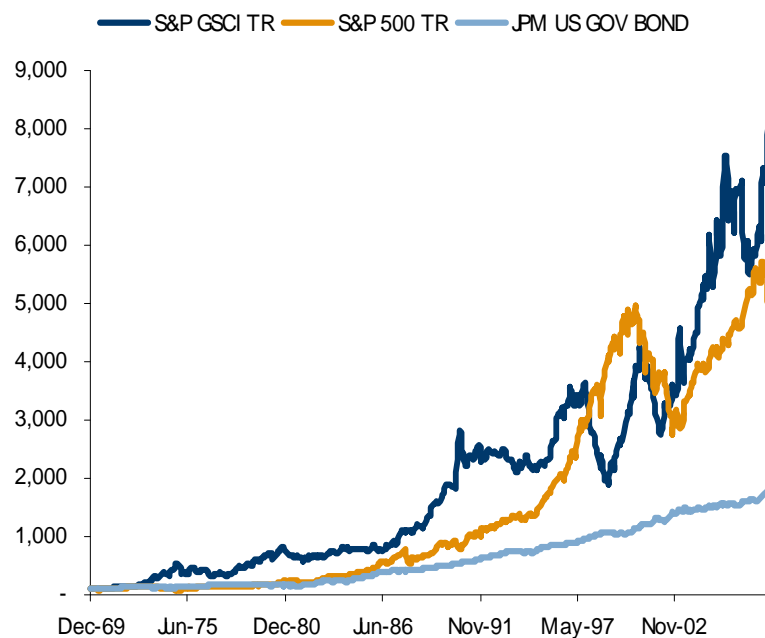
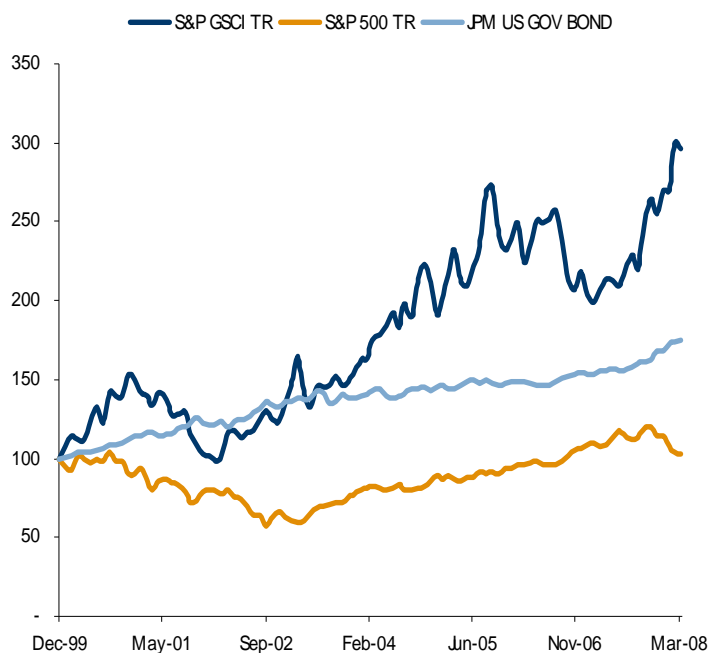
L'evidenza empirica mostra come le Commodities siano una "Asset Class" che aumenta sensibilmente il grado di diversificazione di un portafoglio

La correlazione negativa tra le Commodities e gli attivi finanziari come Azioni e Obbligazioni è evidenziata dai rispettivi indici benchmark

Correlazione 1970 -2007	S&P GSCI TR (commodities)	S&P 500TR (Equities)	JPM US (Bonds)	US3m T bill (Cash)
S&P GSCI TR	100%	-28%	-9%	-1%
S&P 500TR		100%	25%	-1%
JPM USGB			100%	-4%
Cash				100%

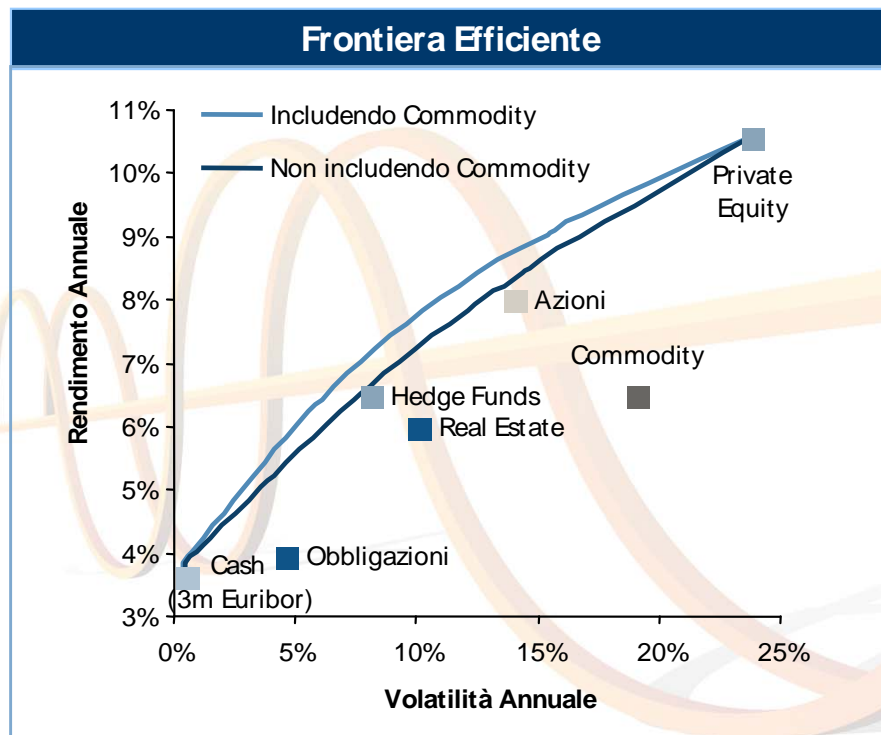
Fonte: Bloomberg & Barclays Capital

Diversificazione del Portafoglio (cont.)



Fonte: Bloomberg, Datastream, Barclays Capital

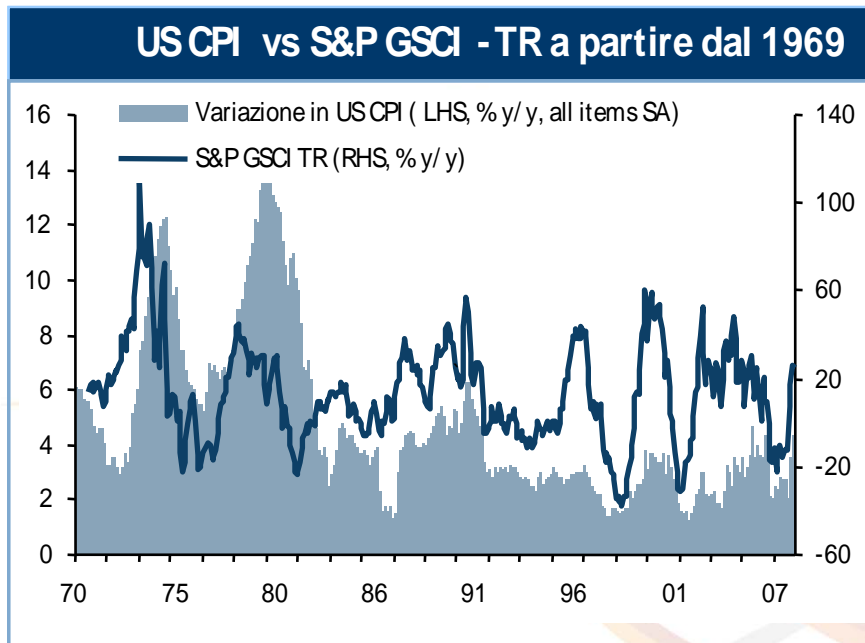
Diversificazione del Portafoglio – Sharpe Ratio



Dato un portafoglio diversificato di attivi finanziari, è possibile raggiungere il più alto Sharpe Ratio sulla frontiera efficiente quando il portafoglio è investito per circa il 25% in Commodity, grazie alla correlazione negativa che tale classe d'attivo mostra con altri investimenti finanziari

Fonte: Bloomberg, Barclays Capital. Indici utilizzati: SP 500 Total Return Index, JPM Bond Index, S&P GSCI® Total Return Index

Difesa contro l'Inflazione



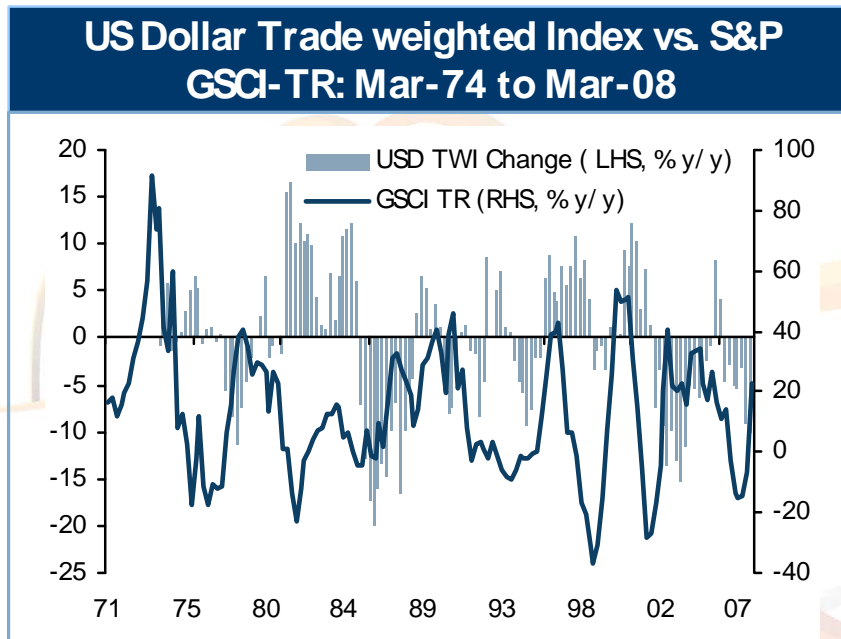
Fonte: Barclays Capital

Le Commodities hanno una correlazione positiva con misure inflazionistiche (ad es. l'indice dei prezzi al consumo statunitense - US CPI)

La correlazione è pari a circa 0.30 su base annuale

Il legame tra prezzi delle Commodities e inflazione sembra essersi rafforzato a partire dagli anni '90, nonostante il crescente ruolo del settore dei servizi nell'economia USA

Correlazione negativa con il US\$



Fonte: Barclays Capital

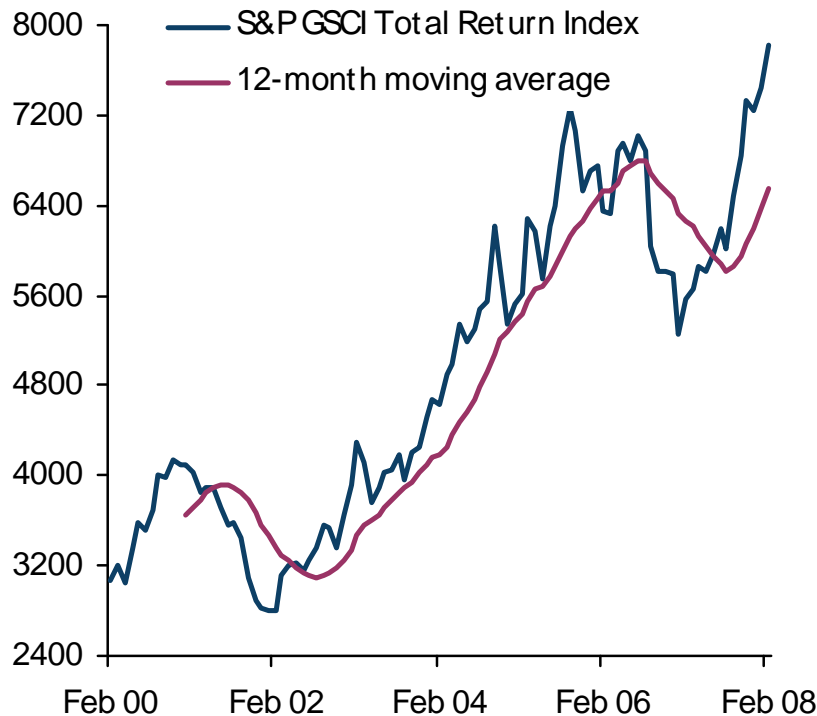
Le Commodities hanno una correlazione negativa con il dollaro statunitense

A partire dal 1973 la correlazione è stata dello - 0.30 circa

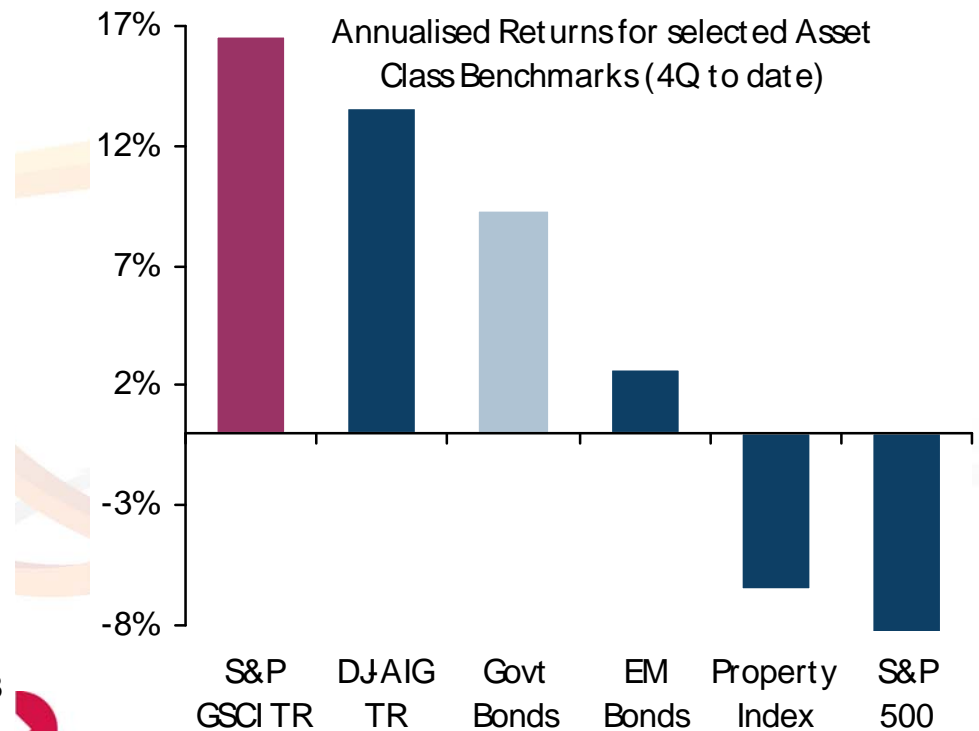
Sebbene la maggior parte delle Commodities siano prezzate in USD, una larga parte della produzione e del consumo si svolge al di fuori degli USA.

Commodities e il Credit Crunch

I Rendimenti degli Indici Commodity sono notevolmente cresciuti durante la crisi del credito...



...e le commodities hanno sovraperformato tutte le altre asset classes



source: Barclays Capital (February 2008)

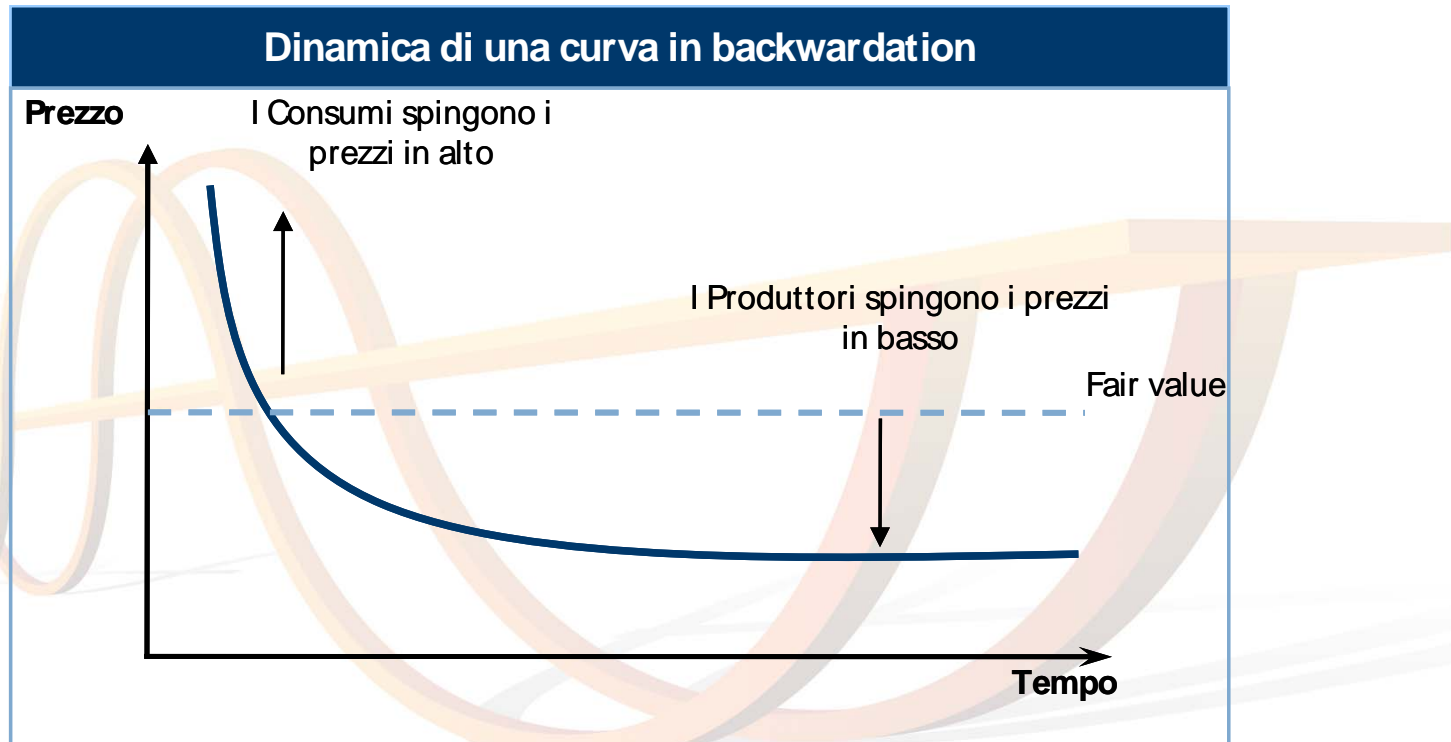
Curva forward nel mercato Commodity

Una peculiarità del mercato delle Commodities è rappresentata dal posizionamento della curva forward di alcune materie prime (per esempio rame, stagno), che si trovano in backwardation

Backwardation: una curva forward si dice in backwardation quando il prezzo futuro di un dato sottostante è inferiore al suo prezzo spot

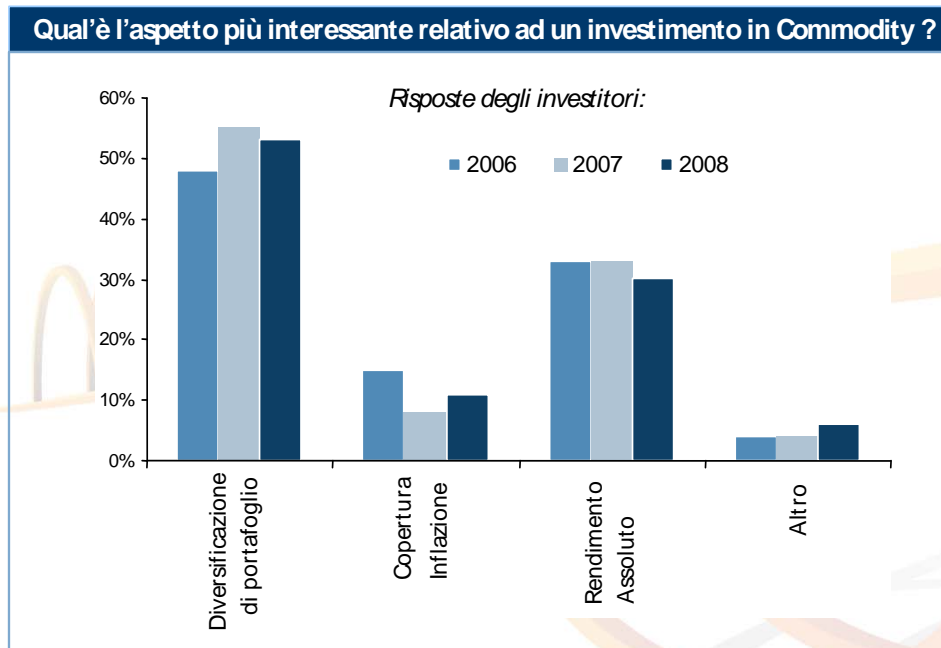
- ▶ Tipicamente Il prezzo spot è spinto al rialzo dai consumatori, da un innalzamento di breve termine della domanda, difficoltà di immagazzinaggio, limitazioni di natura strutturale
- ▶ D'altro canto i produttori sono spesso forzati dai propri creditori a coprire la loro produzione futura. Essendo di solito gli unici attori del mercato ad offrire contratti così a lunga scadenza il prezzo forward ne risente scendendo al di sotto del fair value

Curva forward nel mercato Commodity (cont.)



Fonte: Barclays Capital

Perché si investe in Commodity?

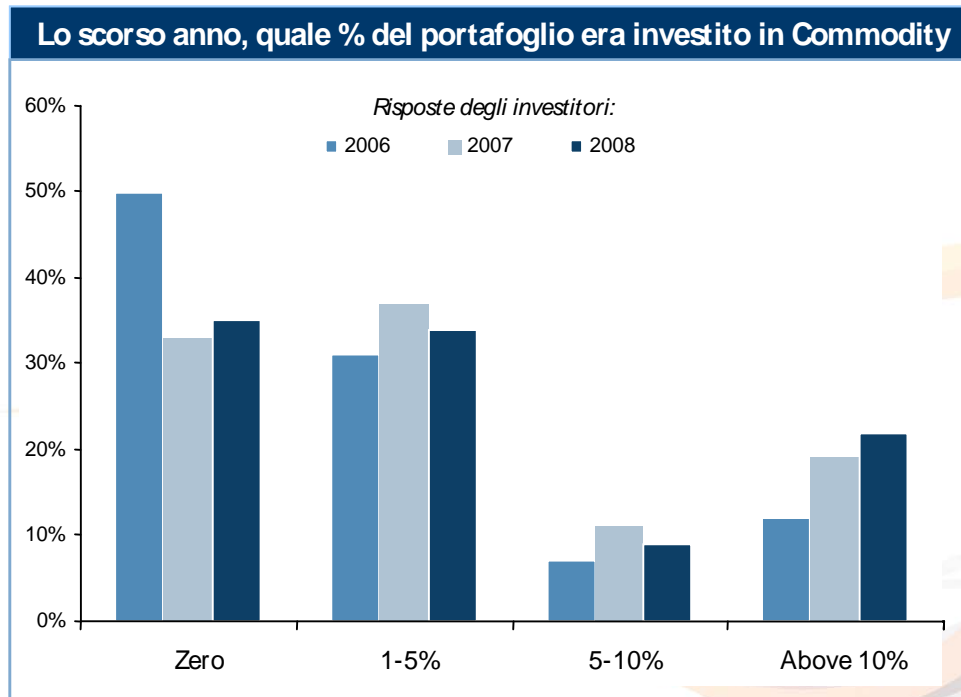


Fonte: Indagine condotta durante la Conferenza su Commodity organizzata da Barclays a Barcellona nel Marzo 2008.

La diversificazione di portafoglio rimane il principale obiettivo degli investimenti in Commodities come evidenzia la tabella in basso

Le Commodities continuano ad essere percepite come un utile copertura dall'inflazione e dal dollaro US

Allocazione all'asset class Commodity



Fonte : Indagine condotta durante la Conferenza su Commodity organizzata da Barclays a Barcellona nel Marzo 2008.

L'ammontare di investimenti legati a Commodities ha registrato un notevole aumento nel corso degli ultimi anni:

Come si nota dalla tabella in basso la percentuale di investitori che hanno un'allocazione nulla alle Commodities all'interno del proprio portafoglio è in deciso calo

Prospettive per le Commodities per il 2008

Il gruppo di ricerca su Commodities di Barclays Capital rimane positivo sul settore delle Commodities nel suo complesso

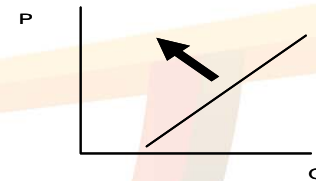
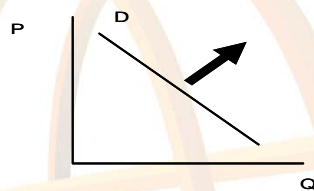
- ▶ I fattori di prezzo determinanti (Dollaro e inflazione) per l'oro suggeriscono un consolidamento del bene rifugio sui livelli attuali. Inoltre, ci si aspetta nel 2008 una forte performance del Platino a seguito di turbative attinenti l'offerta e di una discesa delle scorte ai livelli minimi storici

Prospettive per le Commodities per il 2008 (cont.)

- ▶ Continua a persistere una scarsità di offerta per le commodities agricole da associarsi ad un livello di domanda che dovrebbe rimanere a livelli alti per l'intero 2008
- ▶ I metalli di base risultano i sottostanti che maggiormente potrebbero risentire di un rallentamento economico globale. Tuttavia turbative dell'offerta, aumento dei prezzi di produzione e livelli di scorte contenuti indicano come le prospettive di medio termine per i prezzi dei metalli di base siano ancora molto buone con rischio di una caduta dei prezzi limitato. L'Alluminio, il rame e lo stagno presentano i migliori fondamentali in chiave prospettica

Domanda e Offerta

L'analisi dei "fondamentali" relativi ai mercati delle Commodities, suggerisce un ulteriore rialzo dei prezzi nel medio termine



Domanda

- Crescita della domanda di Commodities
 - ▶ Industrializzazione e urbanizzazione delle economie emergenti (in particolare Cina e India)

Offerta

- Metalli di base: bassa crescita dell'offerta
 - ▶ Aumento dei rischi politici e ambientali
 - ▶ Mancanza di grandi depositi di minerali
 - ▶ Riduzione delle spese di esplorazione
- Energia: bassa crescita dell'offerta
 - ▶ Scarsa o nulla "capacità residuale" dell'OPEC
 - ▶ Bassa crescita della produzione di petrolio al di fuori della Russia
 - ▶ Industria di raffinazione a livelli di pieno utilizzo della capacità produttiva

Fonte: Barclays Capital

Effetto “Cina”

La Cina è attualmente la seconda maggiore importatrice di petrolio dopo gli Stati Uniti, con un consumo di 350 milioni di tonnellate nel 2007 (10 milioni in più del 2006). I principali motivi di questo aumento di domanda sono l'urbanizzazione, la rapida industrializzazione, il miglioramento dello standard di vita della popolazione e l'aumento di autovetture.

La Cina è attualmente la maggiore consumatrice di rame ed alluminio. Ciò è dovuto principalmente alla crescita esplosiva dei settori immobiliare, dei trasporti e delle utilities nell'ambito di una rapida urbanizzazione.

La Cina è il maggior consumatore di carbone industriale e di cemento.

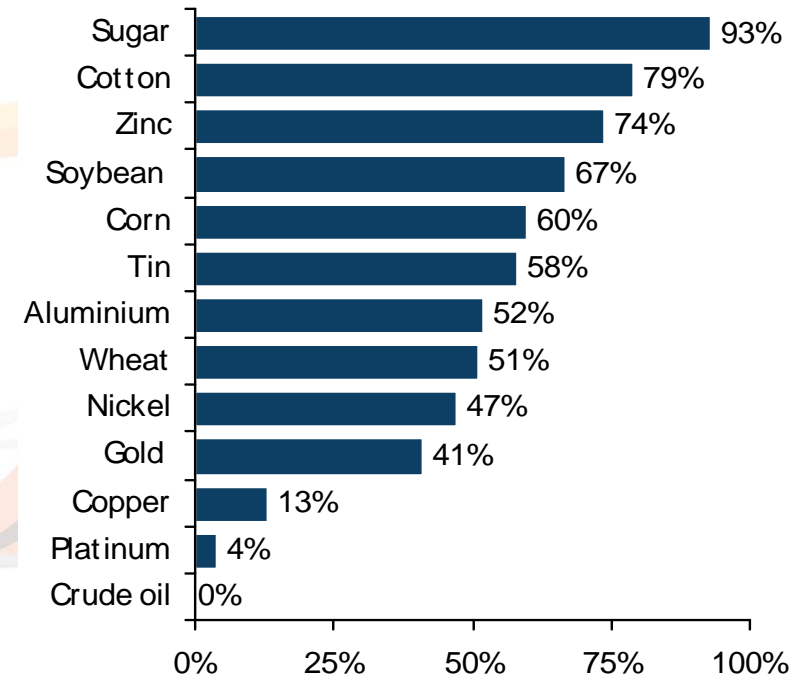
Su base storica non è troppo tardi

In confronto ai benchmarks aggiustati per l'inflazione, i rialzi dei prezzi delle Commodities appaiono ancora lontani dai livelli raggiunti nel passato. Molte Commodities sono ancora scambiate a livelli piuttosto contenuti rispetto ai valori reali raggiunti negli anni 70/80.

Comparison of current commodity price levels with inflation-adjusted highs since 1970 (monthly average prices, 2007 US\$)

	Feb '08 Average	37-year real price peak	When	Distance from real price peak
Heating oil (c/gl)	265	265	Feb '08	0%
US Crude Oil (\$bbl)	95	95	Feb '08	0%
Platinum (\$/oz)	1995	2070	Feb '80	4%
Copper (\$/t)	7886	9066	Mar '74	13%
Lead (\$/t)	3078	3734	Oct '07	18%
Gold (\$/oz)	924	1561	Jan '80	41%
Nickel (\$/t)	27941	52699	May '07	47%
Wheat (c/bushel)	1059	2172	Feb '74	51%
Aluminium (\$/t)	2776	5749	May '88	52%
Tin (\$/t)	17190	40628	Feb '80	58%
Corn (c/bushel)	516	1291	Oct '74	60%
Palladium (\$/oz)	466	1238	Jan '01	62%
Soybean (cents/bushel)	1383	4205	Jun '73	67%
Zinc (\$/t)	2437	9241	Apr '74	74%
Cotton (c/lb)	72	336	Sep '73	79%
Silver (c/oz)	1763	8930	Jan '80	80%
Sugar (c/lb)	13	191	Nov '74	93%

Commodity prices: Distance from real peaks (%)



Source: Barclays Capital (Jan 2008)

Petrolio ed Energia

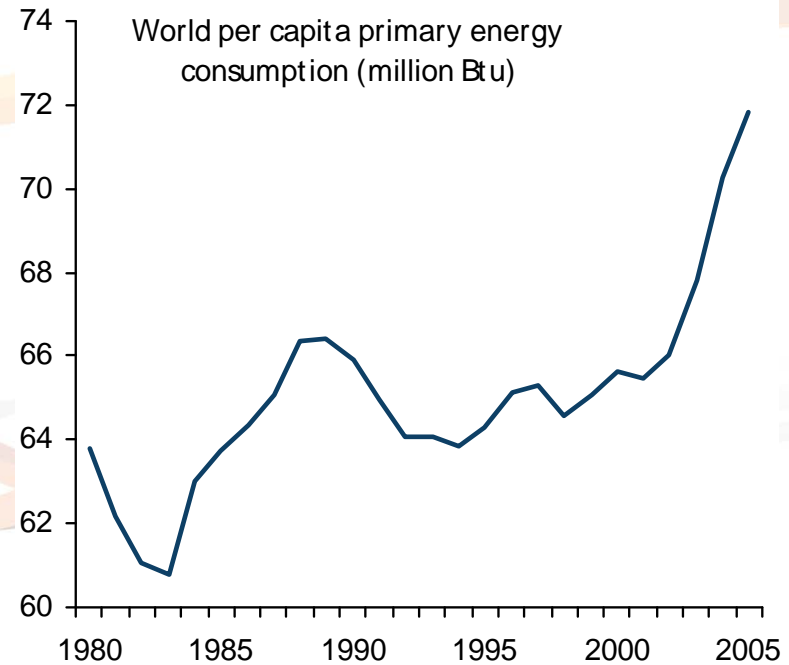
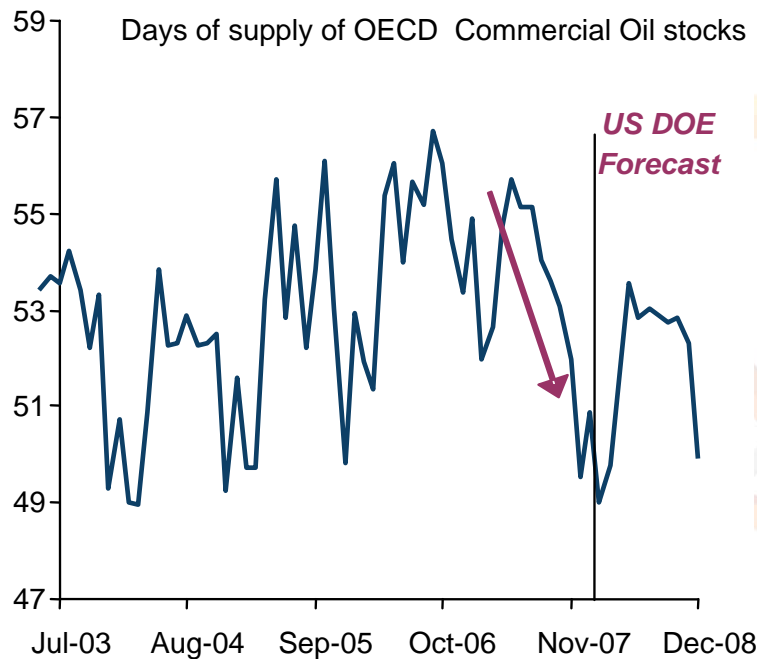
E' improbabile un rapido rallentamento della domanda globale di petrolio nel breve-medio termine per effetto del crescente fabbisogno proveniente dai paesi asiatici; inoltre non si prevede una crescita dell'offerta proveniente dai paesi non-opec.

Gli stessi paesi produttori di petrolio stanno aumentando il loro consumo interno, grazie ai forti utili ed al loro reinvestimento in fattori produttivi internamente al paese.

Petrolio ed Energia (cont.)

Le scorte di Petrolio stanno scendendo velocemente, aumentando la sensibilità del mercato ai rischi geopolitici e ai problemi a livello di offerta

La domanda globale di energia per persona è incrementata del 10% negli ultimi 12 anni



Carbone

Il carbone è utilizzato per generare il 40% dell'energia elettrica globale, e in particolare l'80% in Cina, il 70% in India e il 50% negli Stati Uniti

L'Agenzia Internazionale per l'Energia stima che la domanda crescerà del 2,2% all'anno fino al 2030, più rapidamente della domanda di petrolio o di gas naturale

Tra le commodities utilizzate per generare energia elettrica il carbone è una delle più economiche

- ▶ In paesi in cui non ci sono limiti alle emissioni e la domanda di energia sta rapidamente crescendo, come Cina e India, il consumo di carbone sta vivendo una fase di forte espansione (in Cina un nuovo impianto per la combustione del carbone viene aperto ogni settimana)

I principali importatori di carbone oltre alla Cina sono il Giappone, la Corea del Sud, Taiwan, la Gran Bretagna e la Germania

- ▶ Profilo di domanda diversificato

Carbone (cont.)

Perché investire nel carbone

Forte trend di crescita dei prezzi

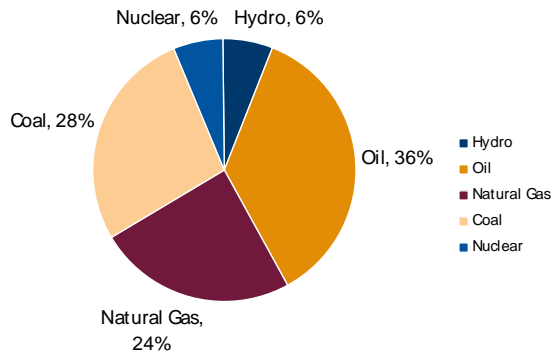
Possibilità di beneficiare di una curva forward invertita (a causa della forte domanda di consegna a breve termine) che rende l'acquisto di opzionalità molto conveniente



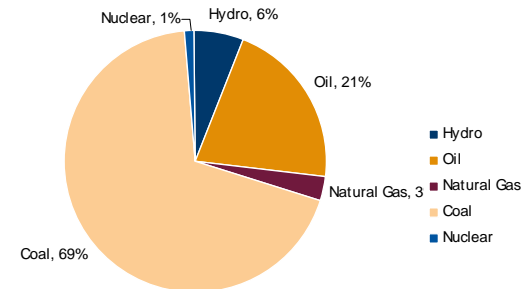
Coal front contract, Sep-07 – Feb-08 (source: Bloomberg)

Consumo di Energia a livello Mondiale e da parte dei Principali Consumatori

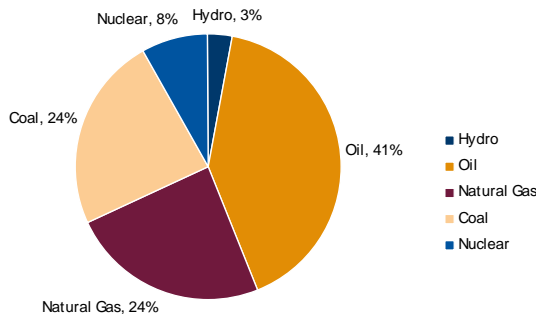
Global Energy Consumption



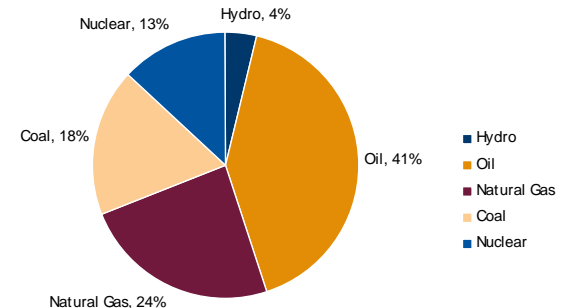
Chinese Energy Consumption



US Energy Consumption



EU Energy Consumption



Agricoltura

Prezzi in forte salita per:

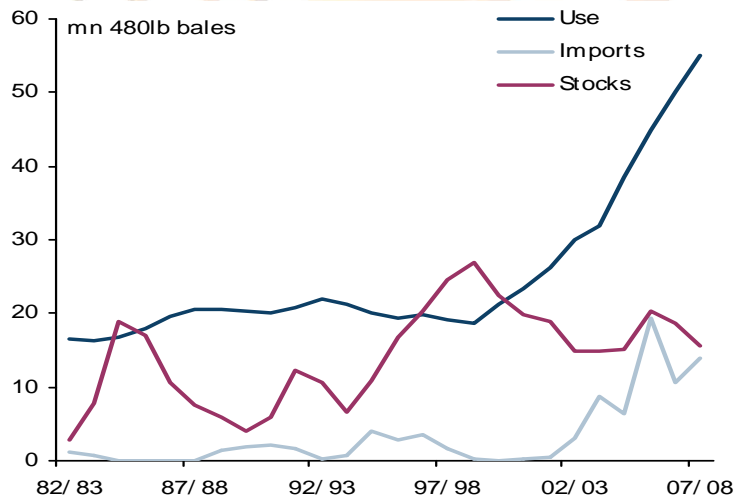
Basse scorte (scorte di grano ai minimi da 37 anni)

Domanda in crescita legata alla produzione e consumo di carne. Rialzo del petrolio. Condizioni climatiche sfavorevoli. Aumento dell'utilizzo del bio-diesel

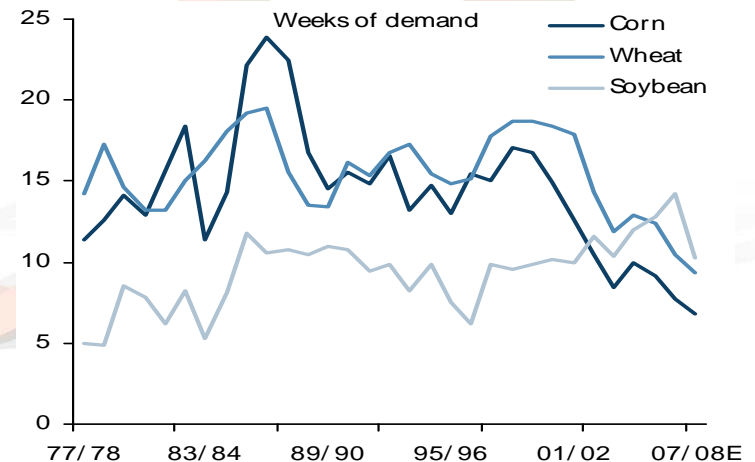
Dopo la recente notevole performance alcuni prezzi delle commodities agricole sono ancora lontani del 90% rispetto ai prezzi storici di picco

Extract from : Barclays Capital's Commodities Research

Chinese cotton use, imports and stocks



Grains stocks at their lowest for 37-years



Source: Barclays Capital (Jan 2008)

Emissioni di Anidride Carbonica (Carbon CO₂)

“It is clear that carbon trading is here to stay, and it is not inconceivable that by 2013 an international trading scheme could develop with a common carbon price...this could create the largest global commodities market, even exceeding the financial volumes currently seen in the oil market.”

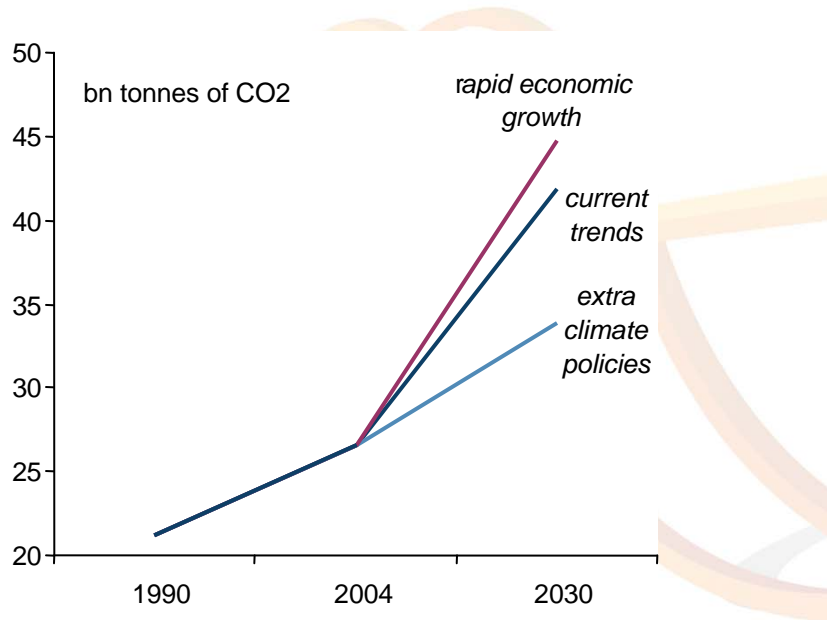
Estratto da: Barclays Capital Global Carbon Index Guide, dicembre 2007

I Prezzi dei Certificati legati alle emissioni di CO₂ (Certificati Verdi) hanno una elevata probabilità di salire se gli obiettivi internazionali di riduzione di anidride carbonica saranno perseguiti con decisione (rispetto del protocollo di Kyoto)

Si tratta di una commodity i cui rendimenti esibiscono una correlazione nulla con le altre asset class finanziarie

Emissioni di Anidride Carbonica (cont.)

Proiezioni di crescita delle emissioni CO2



I benefici della diversificazione: le emissioni CO2 e le altre commodities



L'indice Baltic Dry (BDI)

Misura il costo di trasporto su scala globale delle Commodities:

- ▶ Carbone
- ▶ Ferro
- ▶ Prodotti agricoli

Etc...

Media di 27 sotto-indici → include 4 tipi di imbarcazioni e tutte le maggiori rotte su scala globale (22)

Publicazione giornaliera: Lun-Fri 13:00 (tempo di Londra) ad opera del Baltic Exchange, disponibile su Reuters e Bloomberg

Curva forward inclinata negativamente in misura considerevole, consentendo l'acquisto di opzioni al rialzo a livelli contenuti

I macro driver a supporto del BDI

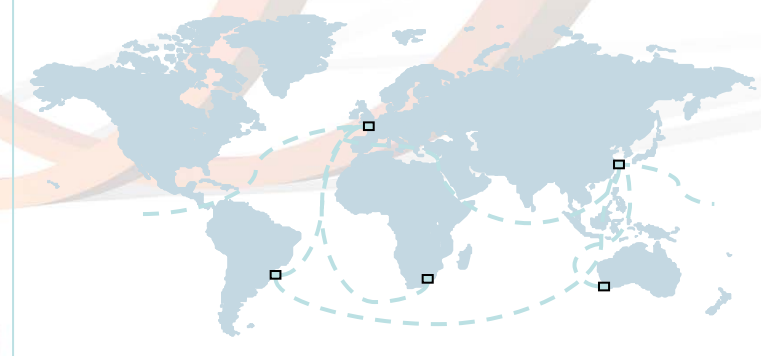
Il mercato dei trasporti è guidato dalla sostenuta domanda cinese per acciaio, elettricità (principalmente prodotta dal carbone) e prodotti agricoli

L'India deve ancora decollare, tuttavia si anticipa che sarà un'altra formidabile fonte di domanda

Sul lato dell'offerta, i trasporti sono cronicamente in difficoltà per far fronte alla domanda per:

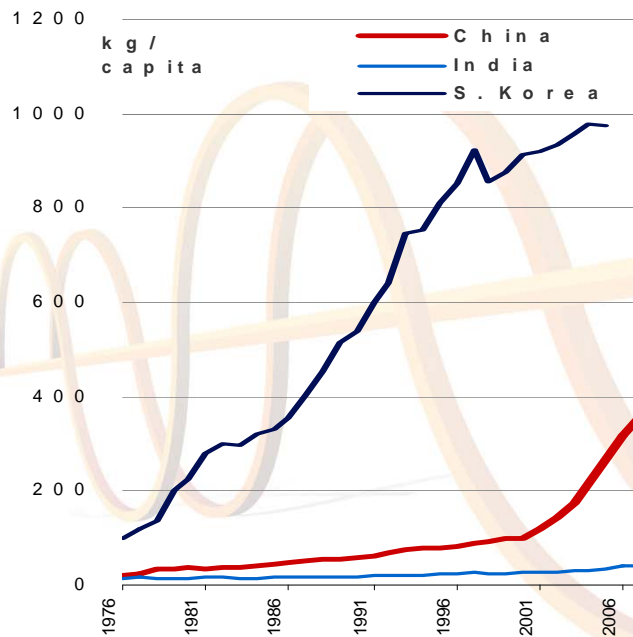
- ▶ Mancanza di navi disponibili
- ▶ La costruzione di nuove imbarcazioni richiede due anni, sempre che vi siano cantieri disponibili

Esempio di rotte maggiormente frequenti

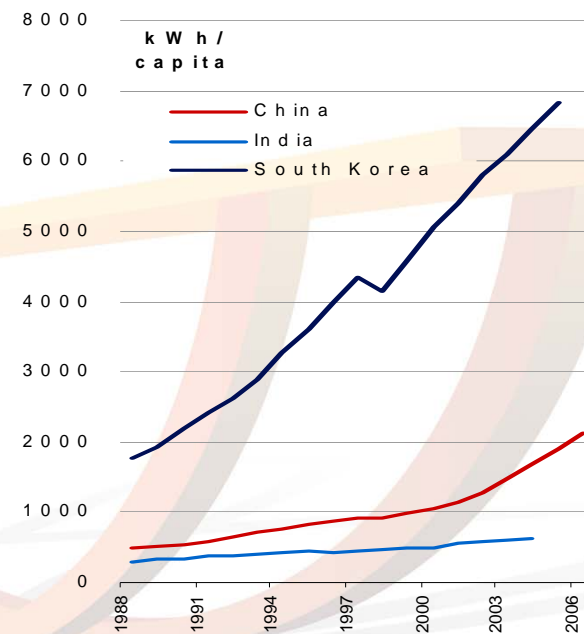


I macro driver a supporto del BDI (cont.)

Domanda di acciaio



Domanda di elettricità



Jet Fuel

Il numero di passeggeri su tratte aeree internazionali è previsto in crescita del 5.1% all'anno tra il 2007 ed il 2011

Nel corso dei prossimi cinque anni, le economie in via di sviluppo avranno una incidenza maggiore sulla crescita del traffico aereo. Inoltre, l'aumento del reddito pro capite in Paesi come Cina e India spingerà al rialzo la domanda di viaggi aerei

La liberalizzazione dei mercati, l'emergere di nuove rotte e di voli a basso costo saranno tutti elementi determinanti alla crescita di passeggeri nell'orizzonte temporale considerato.

Nel 2005 e 2006 le compagnie aeree hanno effettuato un numero record di ordini per nuovi aeromobili. Questo ammontare di nuovi ordini rappresenta un notevole elemento di fiducia nelle prospettive di sviluppo futuro per l'intero settore aereo.

Jet Fuel (cont.)

- Recenti notizie in merito:

- ▶ *“Air France-KLM Group, la maggiore compagnia aerea d’Europa, ha incrementato a partire dal 15 Novembre la tassa sul carburante per un ammontare pari a 10 Euro per biglietto ...”*

Fonte: Bloomberg, Novembre 2007

- ▶ *“British Airways plc aumenterà la tassa sul carburante su tutti i biglietti emessi a partire dal 15 Novembre 2007. La decisione dipende dai crescenti costi del carburante”*

Fonte: Bloomberg, Novembre 2007



Ibridi Fx-Commodity

Le Commodities e le Valute sono legate in molti modi:

- ▶ Le valute di economie produttrici di commodities (es. Australia, Norvegia, Canada) sono spesso guidate dalla performance delle commodities sottostanti
- ▶ Molte commodities sono denominate in dollari, e per questo motivo sono considerate un hedge naturale contro il dollaro
- ▶ Alcune commodities (es. oro) condividono lo status di “porto sicuro” con alcune valute (es. Franco svizzero), mentre altre (es. I metalli di base) sono percepite come pro-cicliche così come valute come il dollaro australiano

È possibile strutturare dei prodotti ibridi che consentono di trarre beneficio dal legame tra commodity e valute, ad es. opzioni la cui partecipazione aumenta all'apprezzarsi del dollaro

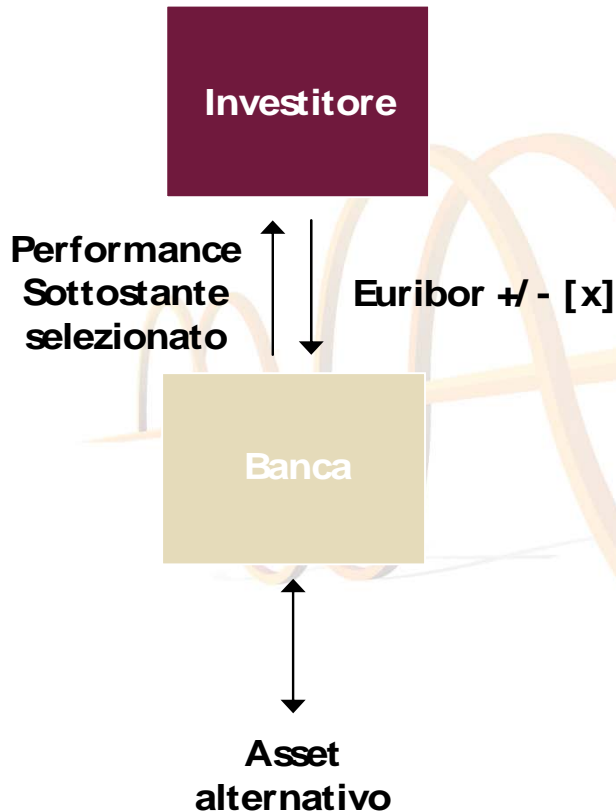
Total Return Swap

Vantaggi

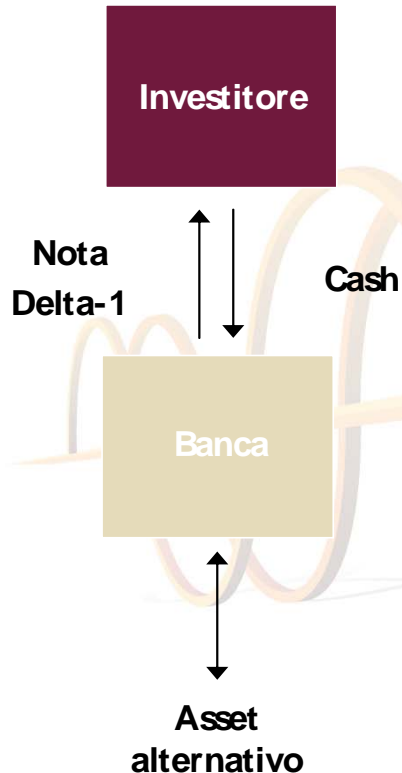
- ▶ Lo Swap è uno strumento “unfunded”, quindi non richiede l’esborso di cash da parte dell’Investitore
- ▶ Lo swap ha costi contenuti rispetto ad altri strumenti
- ▶ È possibile aggiungere un’opzione per cui l’investitore riceve un pagamento legato alla performance se positiva, ma non paga l’eventuale performance negativa

Svantaggi

- ▶ Essendo uno strumento derivato con alcuni tipi di controparte (o in certe situazioni) non è utilizzabile



Certificato



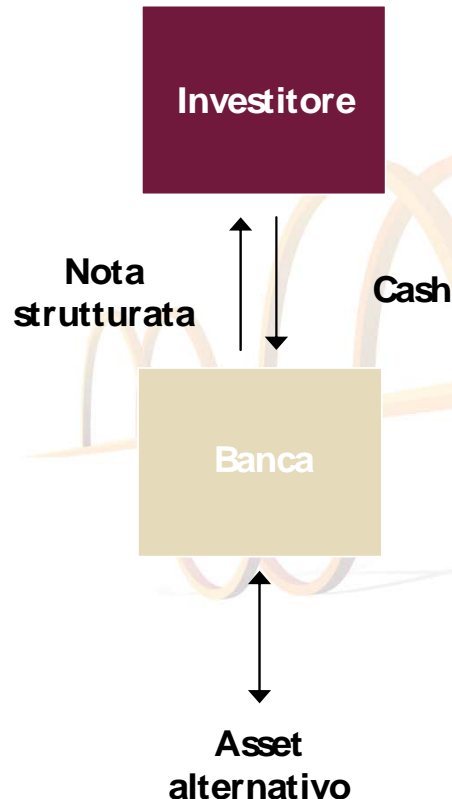
Vantaggi

- ▶ Si tratta di uno strumento semplice ed accessibile a numerose tipologie di investitori
- ▶ Il Certificato ha costi contenuti rispetto ad altri strumenti "funded"
- ▶ È possibile prevedere payoff alternativi e il pagamento di cedole

Svantaggi

- ▶ Non garantisce la restituzione del capitale a scadenza

Nota Strutturata



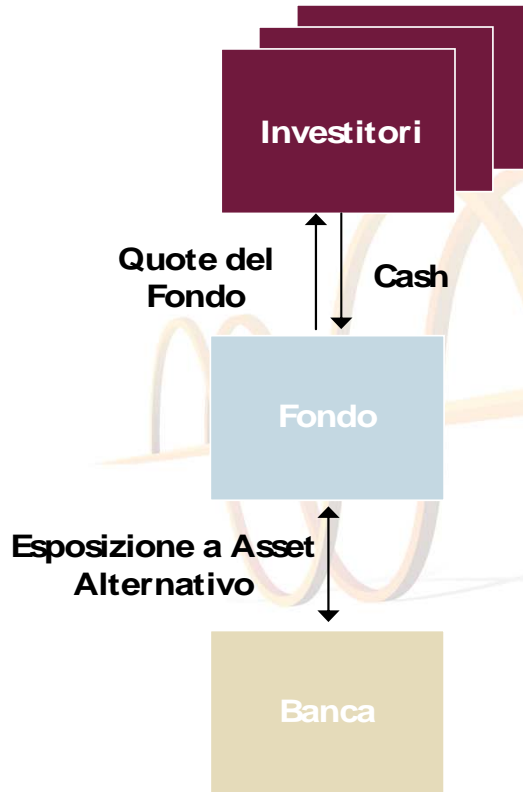
Vantaggi

- ▶ Offre la protezione del capitale e perciò anche in caso di performance negativa del Sottostante l'Investitore recupera il proprio investimento
- ▶ È possibile prevedere il pagamento di cedole
- ▶ È possibile strutturare il payoff secondo le esigenze dell'Investitore

Svantaggi

- ▶ È più difficile da valutare rispetto al Certificato in quanto contiene opzionalità

Fondo UCITS III



Vantaggi

- ▶ Il Fondo può essere acquistato da qualunque tipologia di investitore
- ▶ Il Fondo UCITS-III può consentire a determinati investitori di beneficiare di un trattamento fiscale vantaggioso rispetto ad altri prodotti
- ▶ Liquidità elevata (normalmente giornaliera) al NAV

Svantaggi

- ▶ Richiede un investimento minimo superiore rispetto agli altri strumenti per permettere di assorbire costi di strutturazione e gestione più elevati