

# Le strategie alternative nell'ambito "core": la turbolenza dei mercati crea opportunità

## **Tomaso Giorgetti**

Head of Business Development – Italy  
Allianz Global Investors Europe

## **Alessandro Gandolfi**

Head of Business Development - Italy  
PIMCO Europe Limited



## Contenuti

- Allianz Global Investors / PIMCO
- La situazione attuale dei mercati finanziari: un'opportunità o una minaccia per gli investimenti alternativi?
- Esempi di strategie alternative
- Implementazione di strategie alternative in portafogli bilanciati tradizionali
- Strategie basate sul "Portable alpha": ampliamento dell'universo d'investimento

# Allianz Global Investors: competenze complementari nell'asset management



# PIMCO Pacific Investment Management Company

## La nostra storia

Fondata negli USA nel 1971

Partecipata al 97% da Allianz AG ma completamente indipendente

In Europa dal 1998 (Londra e Monaco); 856 dipendenti nel mondo

AUM € 511.5 Miliardi

## Cosa ci distingue

### Il Focus

- ▶ Gestione attiva e specializzata di portafogli obbligazionari

### Le Persone

- ▶ Continuità dei Team di gestione
- ▶ 347 professionisti degli investimenti, con in media 14 anni di esperienza nel settore e 7 in PIMCO

### L'Approccio agli Investimenti

- ▶ Filosofia di gestione stabile e coerente nel tempo
- ▶ Un processo che integra sistematicamente strategie *top-down* con decisioni *bottom-up*

## I nostri obiettivi

Sovraperformare i *benchmark* rispettandone le caratteristiche di volatilità

Attenzione e rigore nelle tematiche di risk management

## La situazione attuale dei mercati finanziari: un'opportunità o una minaccia per gli investimenti alternativi?

1000 miliardi di dollari di perdite derivanti dalla crisi dei mortgage US evidenziano un fallimento collettivo

La “mean reversion” verso la media storica dei mortgages US implica un calo del 35% nei prezzi nominali delle abitazioni, aumentando il rapporto tra il valore dei mutui e la valutazione delle abitazioni al 90% (50% al massimo del boom dei prezzi immobiliari)..

George Soros: “la prossima ondata riguarda l’ammontare in essere dei 45 miliardi di dollari di credit default swaps”.

Prezzi reali abitazioni		
	calo in %	duration in trimestri
<b>Bear markets</b>	-5.7	5
<b>Busts</b>		
1960s	-27.3	16
1970s		
1980s	-27.3	19
1990s	-28.5	16
2000s		

Fonte: IMF  
dati rilevati su 14 Paesi dal 1959 al 2002

Effetto “spill over”: gli investimenti in assets US ammontano al 12% del GDP della zona Euro, dei quali il 41% è detenuto in US credits (compresi gli ABS)

Fonte: IMF basati sui dati delle depositarie, dati HSBC a giugno 2005

## La crisi del “Sistema Bancario Ombra” sta impattando l’Economia Reale

### “Il vecchio Mondo”

Le banche prestavano denaro

La Politica Monetaria controllava l’offerta di moneta

### “Sistema Bancario Ombra”

Veicoli fuori Bilancio: HF, SIVs, etc.

Entita’ NON Regolate con credito facile: **leveraging**

### Impatto

Sfiducia Generalizzata

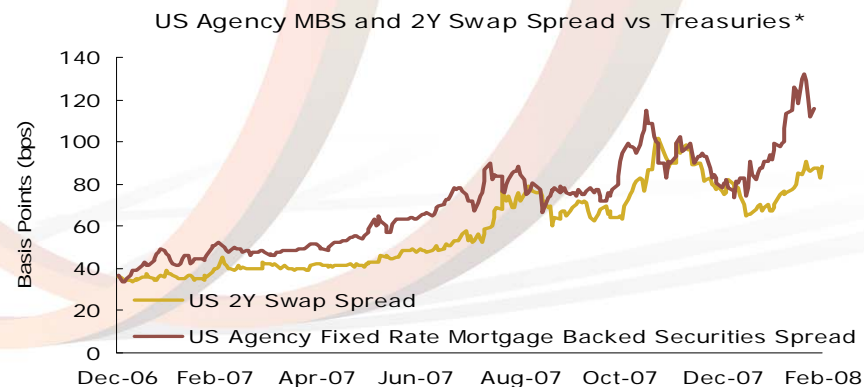
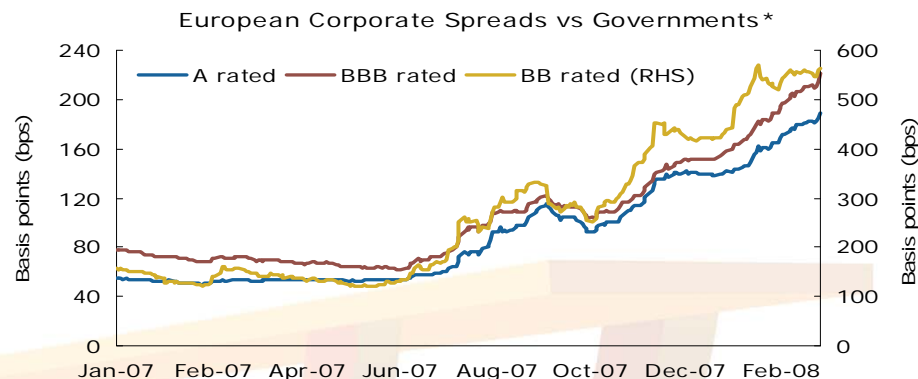
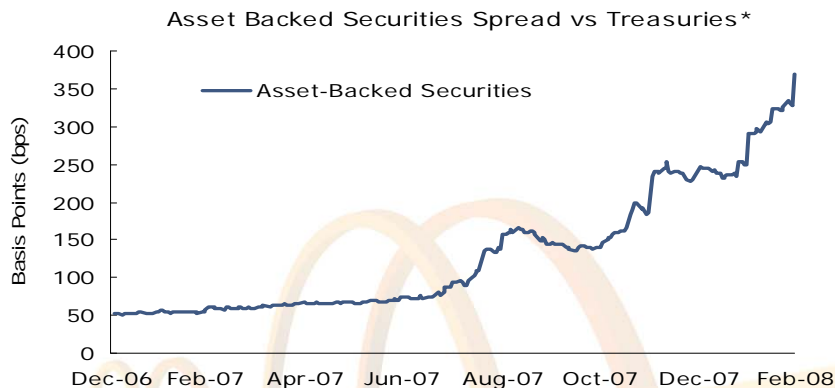
Riduzione del Credito

Economia a Rischio



# Allargamento degli spreads in tutti i settori del credito

Al 29 febbraio 2008



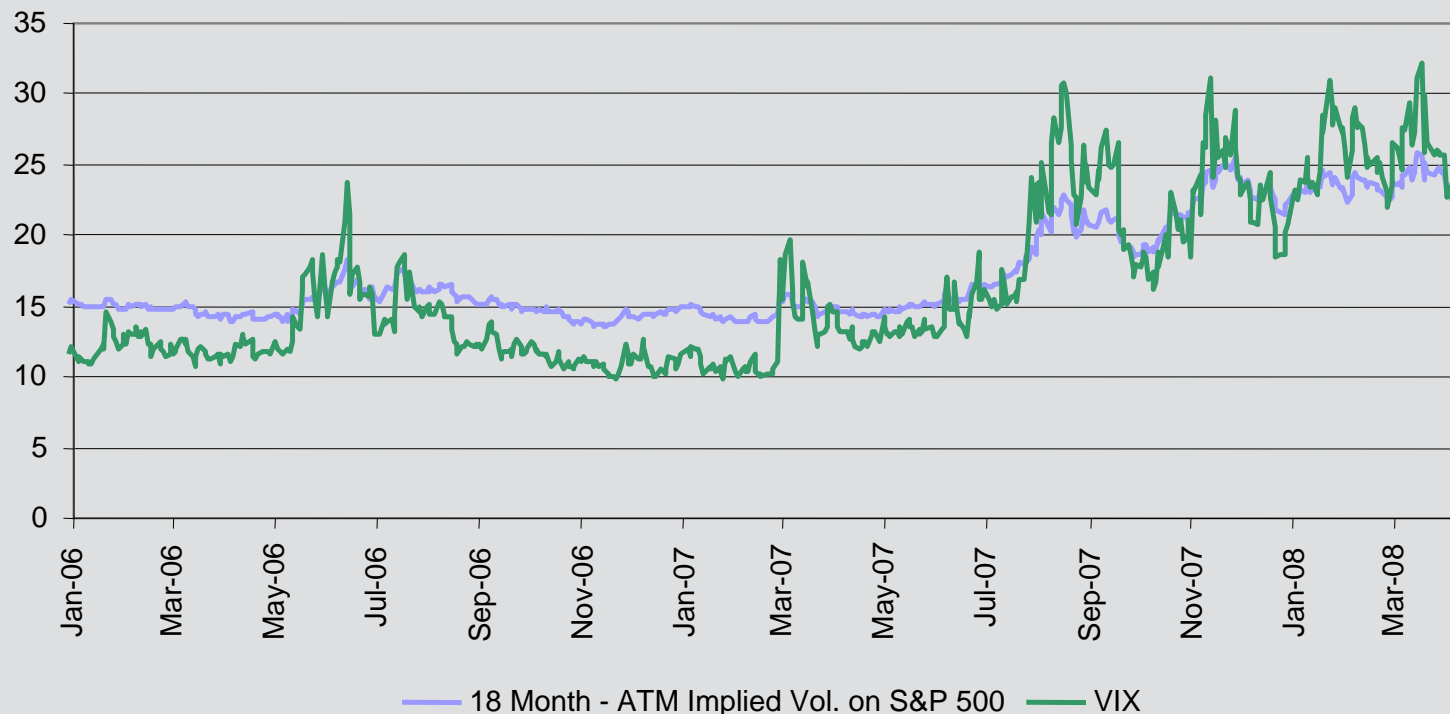
Fonte: Lehman Brothers (Lehman Live) , Bloomberg Financial Markets.

\* Spreads sono "Option Adjusted Spreads" vs "Treasuries/Governments". L' ABS Masters Index ha un rating medio di AAA assegnato da Moody's e S&P.

L' US MBS include solo titoli di tipo AAA.

## Mercati attuali - un nuovo regime di volatilità

### La volatilità “at-the-money” implicita di lungo termine sullo SP500 e sul VIX index



Dati al 11/04/2008.  
Fonte : Bloomberg. ATM volatility = at-the-money-volatility che misura la volatilità implicita



## Come uscire dalla crisi

### U.S.A.

#### Federal Reserve:

1. Tassi
2. Liquidità
3. Bilancio

#### Housing market:

1. Prezzi
2. Tassi MBS
3. Reddito

#### Occupazione

1. Consumo
2. Credito
3. Esportazioni



- Tassi
- Liquidità
- Bilancio



- Stimoli Fiscali
- FHA: Agenzia Federale Housing
- Legislazione d'emergenza

### GLOBALE

#### Crescita

1. Rallentamento
2. Effetto Contagio
3. Commodities

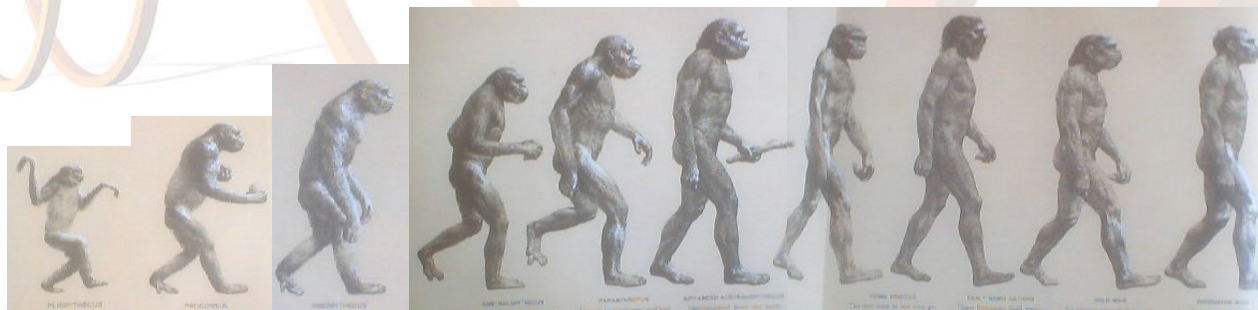
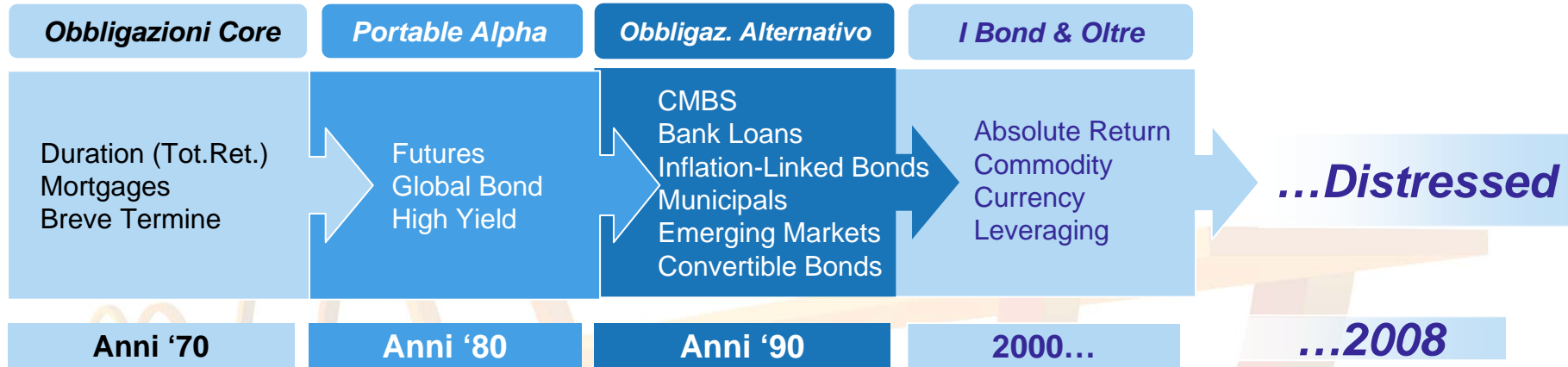
#### Banche Centrali

1. Differenti Mandati
2. Tassi in discesa
3. Rischio inflazione

#### Mercati Emergenti

1. Consumo interno
2. SWFs
3. Currency

# L'evoluzione dell'investimento *alternativo* (Mercato obbligazionario)



## Mercati attuali – gli investimenti alternativi aumentano le opportunità

<b>Breve termine:</b>	<b>Mercati azionari volatili</b> <b>Bassi rendimenti obbligazionari/ allargamento degli spread</b> <b>fondamentali fuori controllo</b>	- long/short equity duration / credit management - relative value strategy
<b>Medio termine:</b>	<b>crescita economica Emerging Markets</b> <b>continua domanda per commodities</b> <b>inflazione strutturale</b> <b>riconsiderazione dei fondamentali / M&amp;A</b>	- long equity - long commodity - duration / credit management - relative value / event driven

**Possibili strategie per sfruttare questi trend di mercato:**

**Fundamental Long/Short Equity, Multi Strategy FoHF, portable alpha,...**

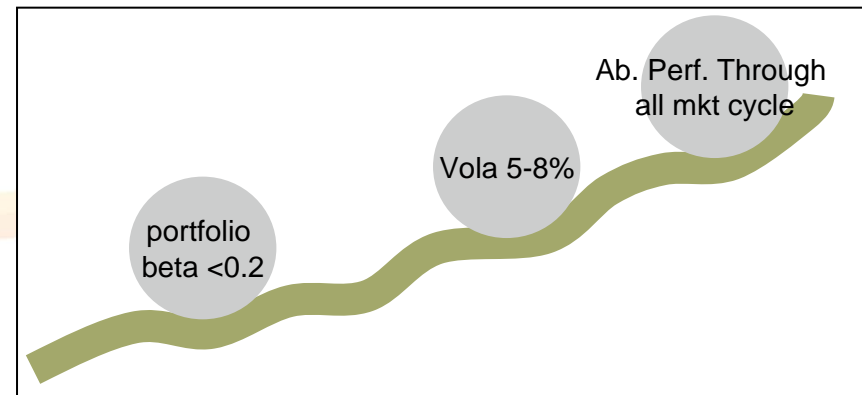
**Effetti desiderati per un portafoglio bilanciato tradizionale\*:**

- Incremento del rendimento (assoluto)- Riduzione del rischio globale del portafoglio - Riduzione del rischio down-side

## Esempio 1: Long/Short equity attivo basato sui fondamentali

### Approccio gestionale

- Di tipo bottom-up / Selezione dei titoli in base alla ricerca fondamentale
- Bassa volatilità (5-8%), esposizione netta al mercato contenuta rigorosamente (+/- 15%) con correlazione al mercato limitata (portfolio beta < 0,2)
- Risk management integrato
- No “shareholder activism”
- L’allocazione degli asset fra i vari sottoconti dipende dal ciclo e dalla volatilità del mercato



Directional Trades

Relative Trades

Thematic Trades

Restructuring Trades

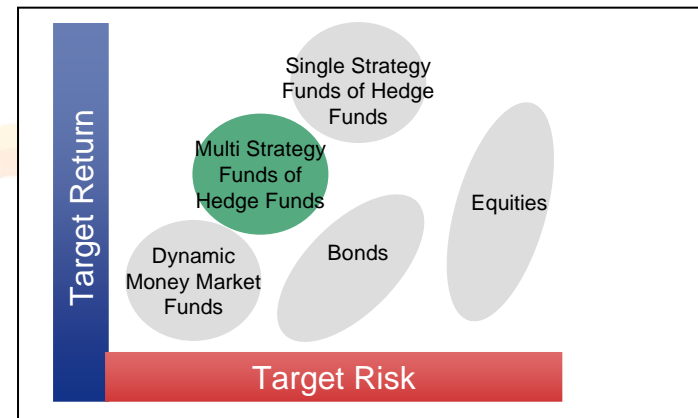
IPO's

**Combinazione di varie fonti di Alpha in diversi sottoconti**

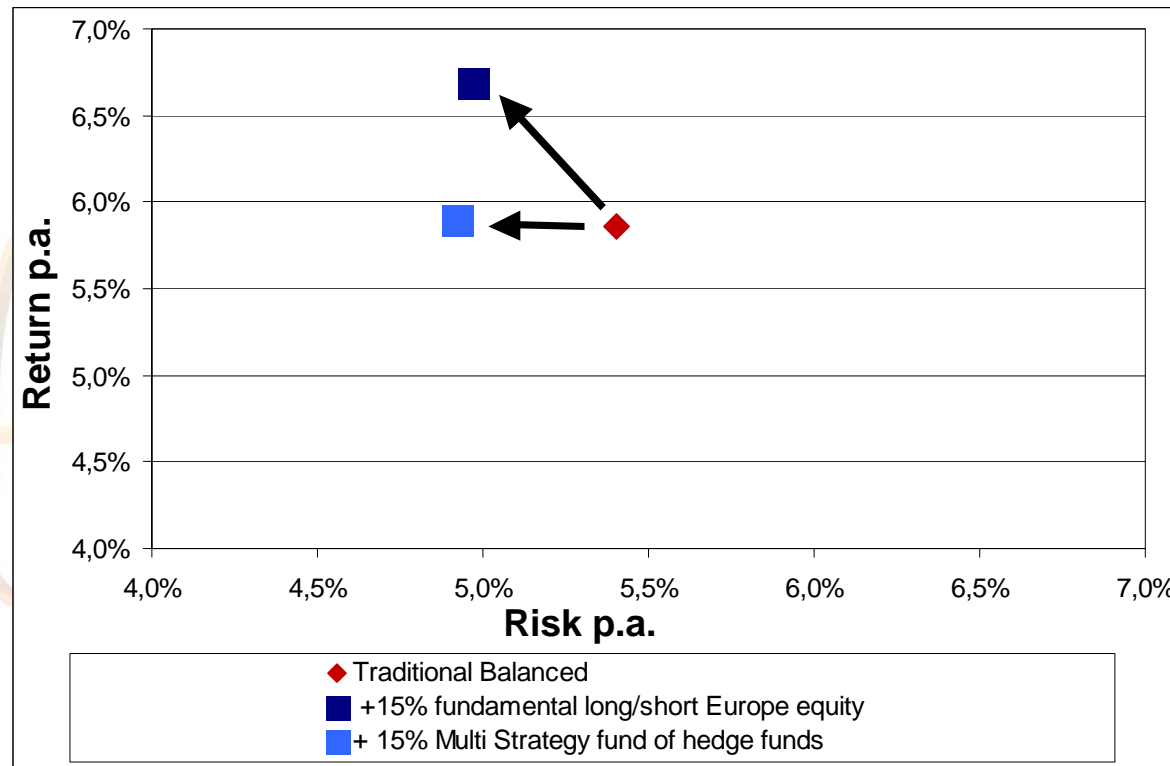
## Esempio 2: Fondo di fondi hedge Multi-strategy

### Approccio gestionale

- Ampia diversificazione di strategie per beneficiare delle rispettive opportunità di investimento.
- Una ricerca pro attiva è la chiave di svolta per selezionare i migliori gestori in quanto i talenti sono scarsi!
- Bassa volatilità e controllo permanente del rischio a livello di tutti gli investimenti.
- Combinazione tra approccio bottom-up di selezione del gestore e top-down di costruzione di portafoglio.



## ... Impatto sul profilo rischio/rendimento

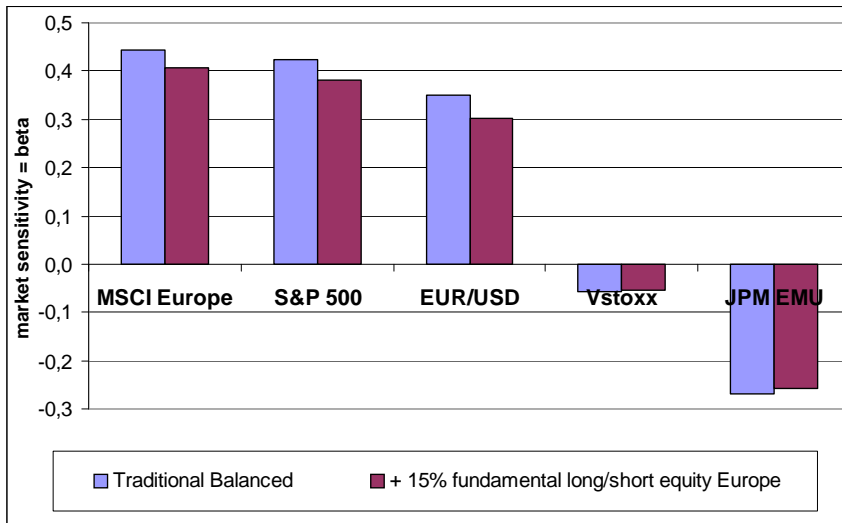


First portfolio labeled "Traditional Balanced" = 50% equities (60% MSCI EMU, 40% MSCI World ex EMU) / 50% bonds (70% JPM EMU + 30% Lehman Corporate Bonds Europe), second portfolio labeled "+15% fund. long/short equity Europe strategy" consists of 85% of the traditional balanced portfolio and 15% of a historical & simulated track record for fundamental long/short Europe Equity strategy, third portfolio labeled "+15% multi strategy fund of hedge funds" consists of 85% of the traditional balanced portfolio and 15% of a historical track record for multi strategy fund of hedge funds", monthly prices for 31.12.04 – 29.02.08, return p.a. as annualized performance based on these monthly prices, investment horizon of 3y, monthly rebalanced, risk p.a. as annualized standard deviation, source: bloomberg, datastream, own calculation.



# Risultati Empirici: impatto sul portafoglio di un'allocazione del 15% in una strategia fondamentale "long/short equity" Europa

## Market Sensitivities



## Stress test scenarios



## Massimo "Draw Down"

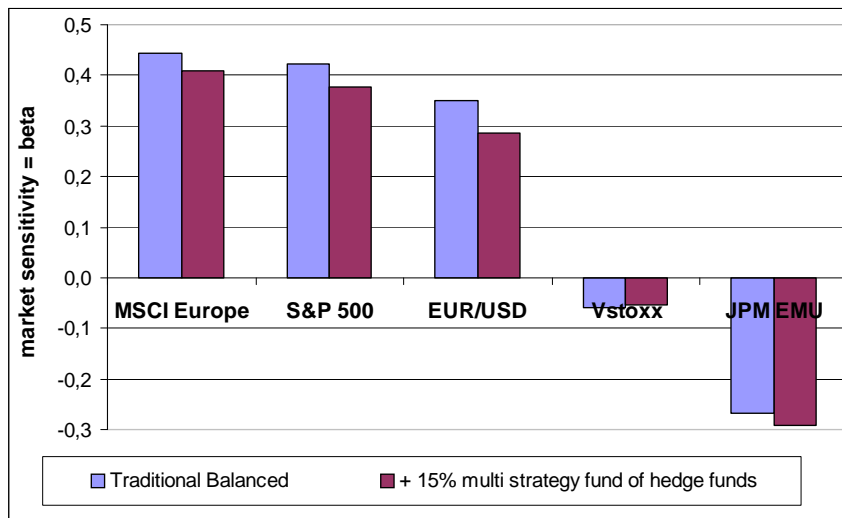
Portafoglio bilanciato tradizionale: -8,96%  
 + allocazione del 15% in una strategia fondamentale "long/short equity" Europa -5,70%

First portfolio labeled "Traditional Balanced" = 50% equities (60% MSCI EMU, 40% MSCI World ex EMU) / 50% bonds (70% JPM EMU + 30% Lehman Credits Europe), second portfolio labeled "15%+ fund. long/short equity Europe strategy" consists of the traditional balanced portfolio and 15% of a historical & simulated track record for fundamental long/short Europe Equity strategy, monthly prices for 31.12.04 – 29.02.08, return p.a. as annualized performance based on these monthly prices, investment horizon of 3y, monthly rebalanced, risk p.a. as annualized standard deviation, market sensitivity measured as beta against the above indices, monthly prices for 31.12.04-29.02.08, stress tested expected return p.a. as a decline of 20% of the indicated index relative to the portfolios' market sensitivity measured in beta, draw down as the minimum return measured as lowest monthly price divided by the maximum monthly price within 31.12.04 – 29.02.08; source: bloomberg, datastream, own calculation.

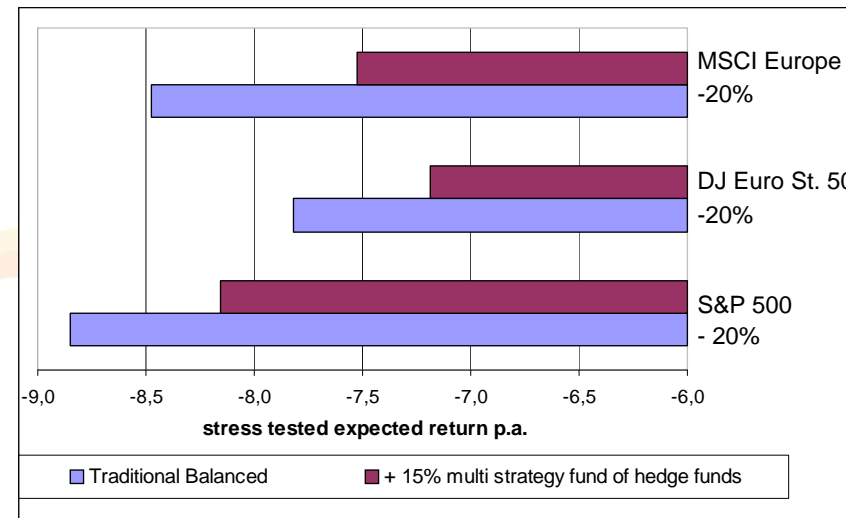


# Risultati empirici: Impatto sul portafoglio di un'allocazione del 15% in una strategia "Multi-strategy" con fondi di fondi hedge

**Market Sensitivities**



**Stress test scenarios**



## Massimo "Draw Down"

Portafoglio bilanciato tradizionale : -8,96%  
 + allocazione del 15% in una strategia "multi-strategy" con fondi di fondi hedge -6,38%

First portfolio labeled "Traditional Balanced" = 50% equities (60% MSCI EMU, 40% MSCI World ex EMU) / 50% bonds (70% JPM EMU + 30% Lehman Credits Europe), second portfolio labeled "15%+ multi strategy fund of hedge funds strategy" consists of 85% of the traditional balanced portfolio and 15% of a historical track record for multi strategy fund of hedge funds strategy, monthly prices for 31.12.04 – 29.02.08, return p.a. as annualized performance based on these monthly prices, investment horizon of 3y, monthly rebalanced, risk p.a. as annualized standard deviation, market sensitivity measured as beta against the above indices, monthly prices for 31.12.04-29.02.08, stress tested expected return p.a. as a decline of 20% of the indicated index relative to the portfolios' market sensitivity measured in beta, draw down as the minimum return measured as lowest monthly price divided by the maximum monthly price within 31.12.04 – 29.02.08; source: bloomberg, datastream, own calculation.

# Strategie “portable alpha” - ampliamento dell’universo di investimento

## Incremento del potenziale rendimento del portafoglio

- ▶ Gli obiettivi di rendimento degli investitori possono essere difficili da raggiungere nello scenario futuro di mercato
- ▶ Sono pertanto importanti fonti di rendimento aggiuntive rispetto alle tradizionali asset class (azioni e obbligazioni)
- ▶ Potrebbe essere non facile identificare gestori tradizionali in grado di produrre extra rendimenti
- ▶ La portabilità dell’alpha espande la gamma di strategie che possono essere utilizzate per generare alpha rispetto ad un benchmark prefissato

## Il profilo rischio /rendimento migliora grazie alla diversificazione

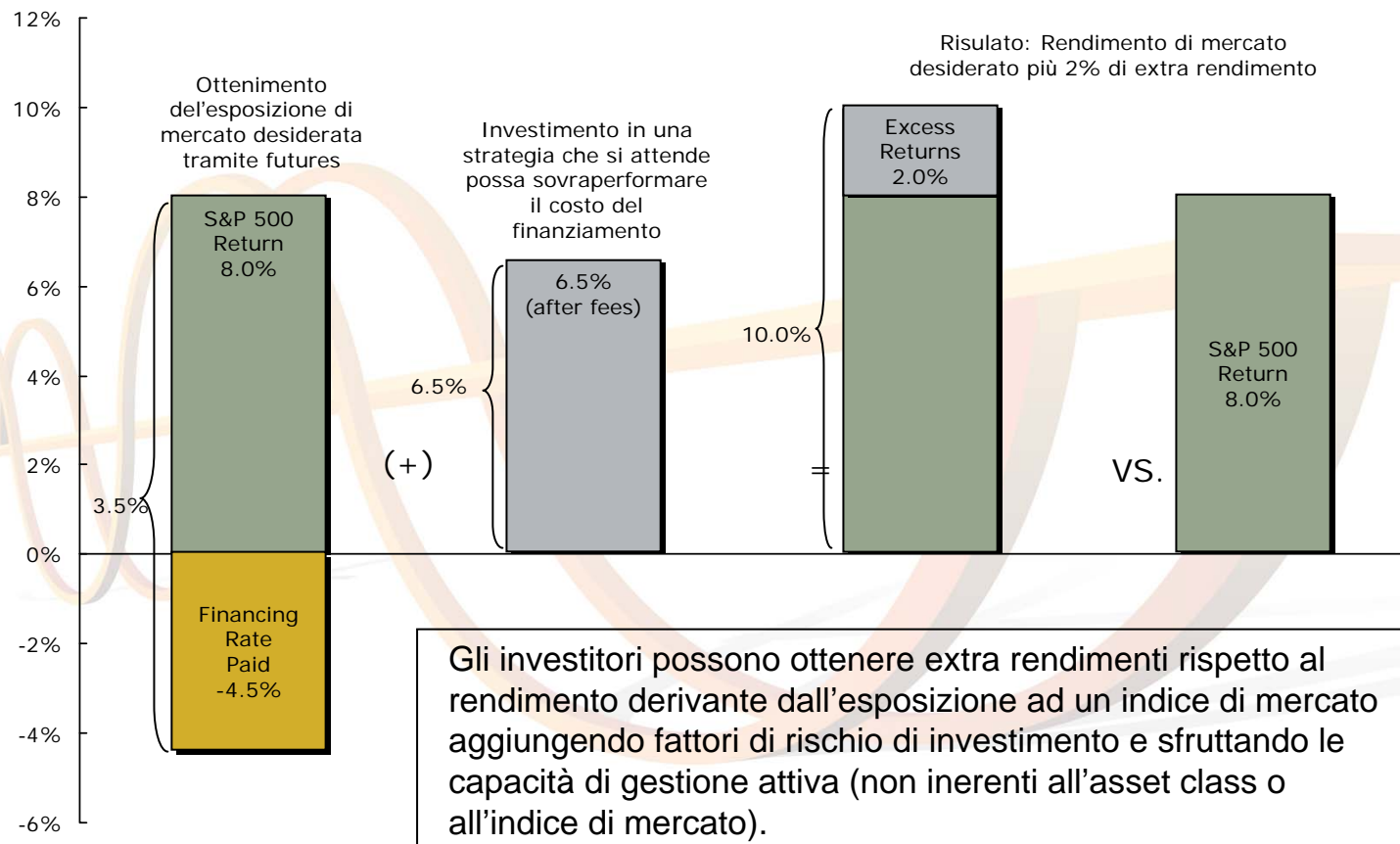
- ▶ Il profilo rischio/rendimento beneficia della bassa correlazione tra la strategia alpha e la desiderata esposizione al mercato
- ▶ Varie fonti di rendimento all’interno di un’asset class possono fornire significativi benefici in termini di diversificazione

## I benefici degli investimenti “Liability Driven”

- ▶ Le strategie “portable alpha” consentono ai piani previdenziali di migliorare il profilo rischio/rendimento tenendo conto delle passività.

# Come la portabilità dell'alpha amplia le opportunità:

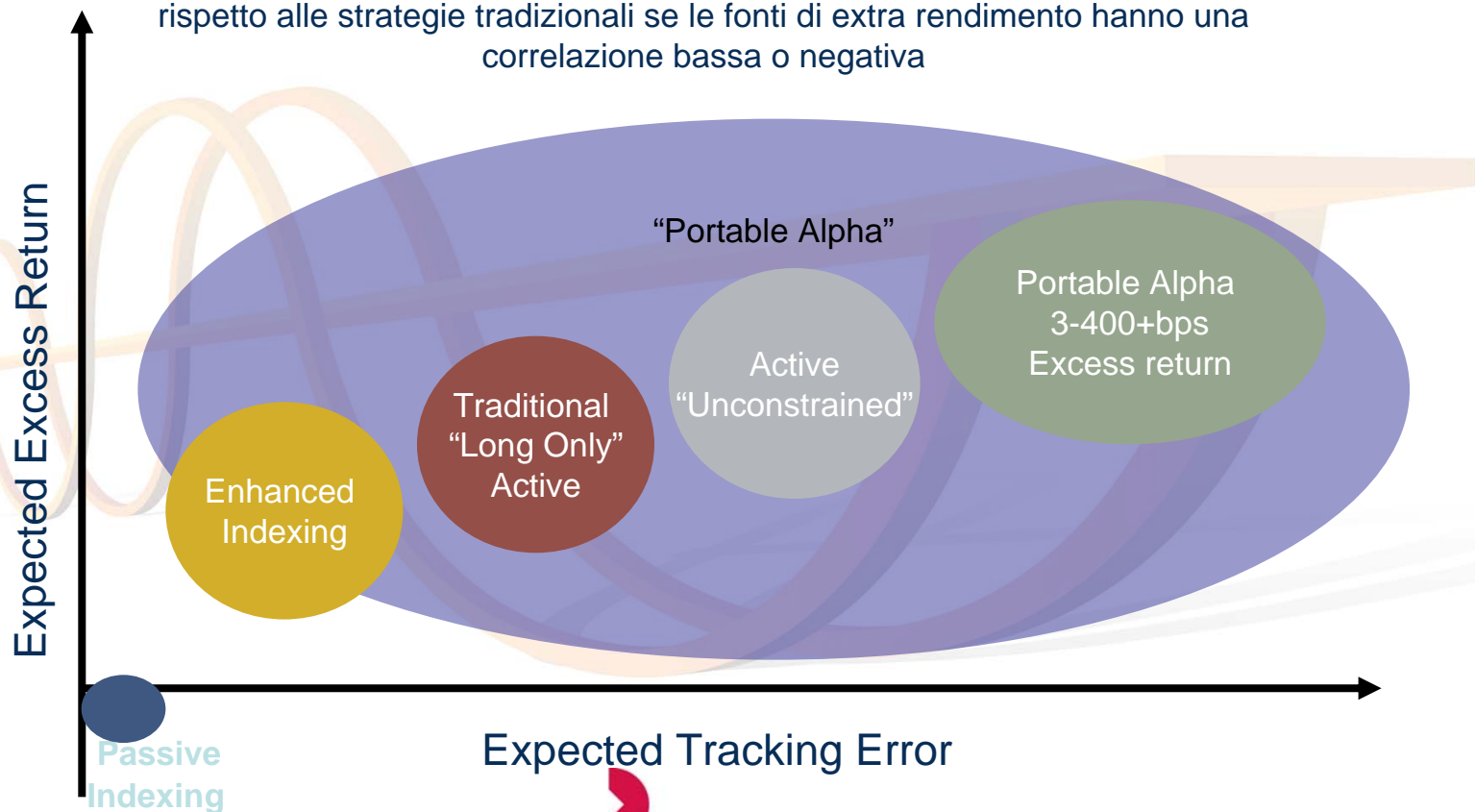
## Esempio di strategia "portable alpha"



Hypothetical example for illustrative purposes only.

## Le strategie “portable alpha” ampliano lo spettro rischio/rendimento

Le strategie “portable alpha” possono fornire un’importante diversificazione rispetto alle strategie tradizionali se le fonti di extra rendimento hanno una correlazione bassa o negativa



## La protezione del capitale della strategia alpha ed un'affidabile bassa correlazione con il beta di mercato sono importanti

Le strategie “portable alpha” normalmente prevedono l'esposizione ad almeno due asset class e/o categorie di investimento

- ▶ 100% esposizione passiva ad un indice di mercato prescelto
- ▶ 100% esposizione alla strategia alpha

La strategia alpha (investimento cash) è impiegata come collaterale per l'esposizione al beta di mercato tramite derivati

Correlazioni elevate tra la strategia alpha e l'esposizione al beta di mercato possono portare ad un'amplificazione delle perdite nelle fasi di ribasso dei mercati

I dati di misurazione storici o stimati relativi alla volatilità, al tracking error ed alla correlazione possono essere molto diversi da quelli che si realizzano effettivamente

- ▶ I rendimenti mensili e le conseguenti misure di volatilità, tracking error, correlazione e beta possono non riflettere pienamente i rischi dell'alpha strategy
- ▶ Le correlazioni storiche sono instabili nelle fasi critiche dei mercati

## Le strategie alternative sono investimenti “core”...

Mantenendo un approccio conservativo e con una sempre maggiore istituzionalizzazione degli investimenti alternativi, in particolare degli hedge funds.

- ▶ Gli investimenti alternativi hanno dimostrato empiricamente di poter essere ricompresi nell’asset class “core” perché la loro implementazione:
  - stabilizza/migliora il profilo rischio/rendimento di un tradizionale portafoglio bilanciato
  - riduce le “market sensitivities” di un portafoglio bilanciato tradizionale
  - riduce il rischio complessivo e di downside di un portafoglio bilanciato tradizionale