



Gianluca Oderda

Responsabile Team Multi Asset Total Return

Portable Alpha:
l'approccio "atomistico" alle gestioni total return

Indice

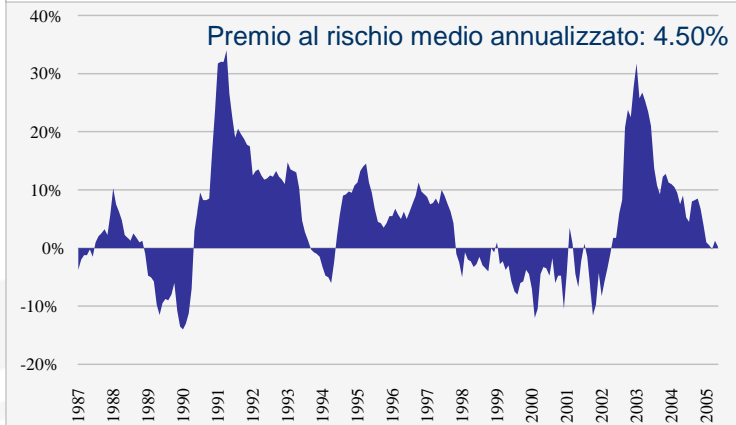
- Introduzione
 - Elementi Costitutivi delle Gestioni Attive: Alfa e Premio al Rischio
 - L'Approccio Atomistico alle Gestioni Attive
 - La Separazione di Alpha e Premio al Rischio
- Alpha e Premio al Rischio nelle Gestioni a Rendimento Assoluto
- L'Approccio al « Total Return » di Pictet Asset Management
 - Filosofia
 - Motivazioni ed Implementazione dell'Approccio Atomistico
 - Criteri di Selezione e Costruzione del Portafoglio Alpha
- L'Offerta « Total Return » di Pictet Asset Management
- Conclusioni

Elementi Costitutivi delle Gestioni Attive

Premio al Rischio = BETA

- Premio richiesto dagli investitori per acquistare strumenti finanziari rischiosi
- Dipendente dal ciclo economico
- Gestione dei premi al rischio richiede capacità di “timing” e diversificazione

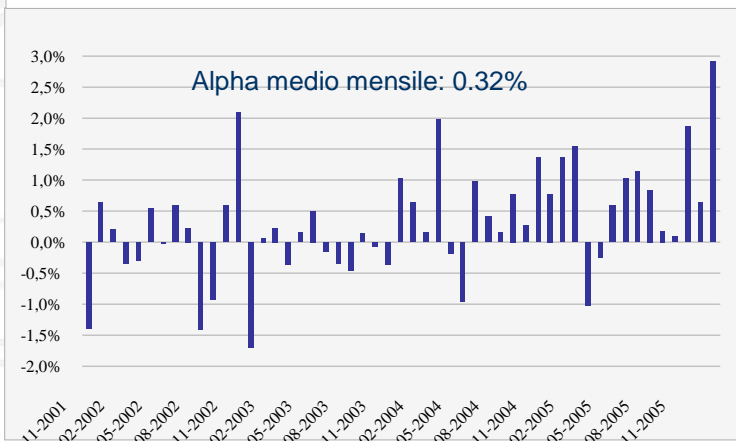
Premio al Rischio Storico per il Bonds US High Yield



Valore Aggiunto del Gestore = ALPHA

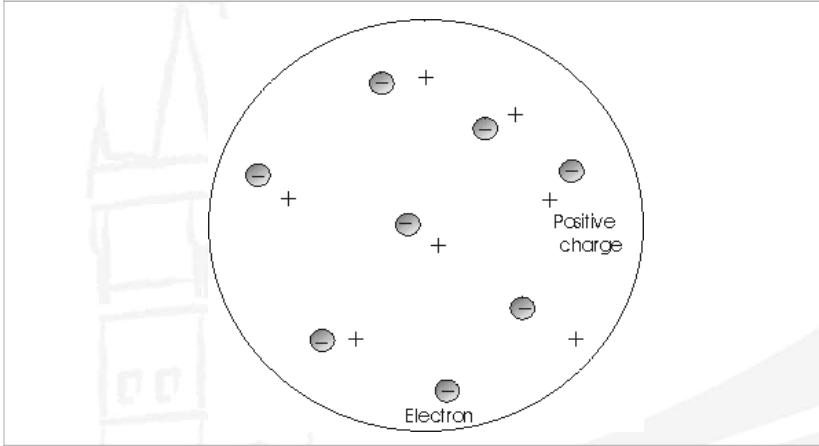
- Componente del rendimento di portafoglio non correlato ai premi al rischio
- Non dipende dalle condizioni di mercato (rendimento assoluto)
- « Trasportabile »

Alpha: EAFE Equities Vs. MSCI EAFE

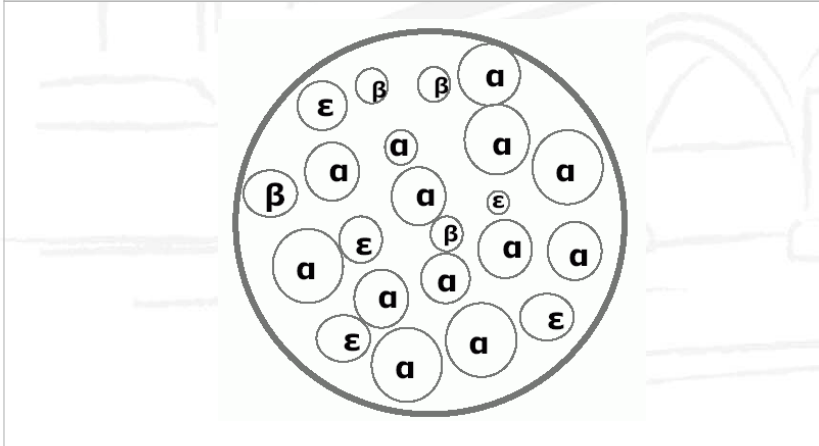


L'Approccio Atomistico alle Gestioni Attive

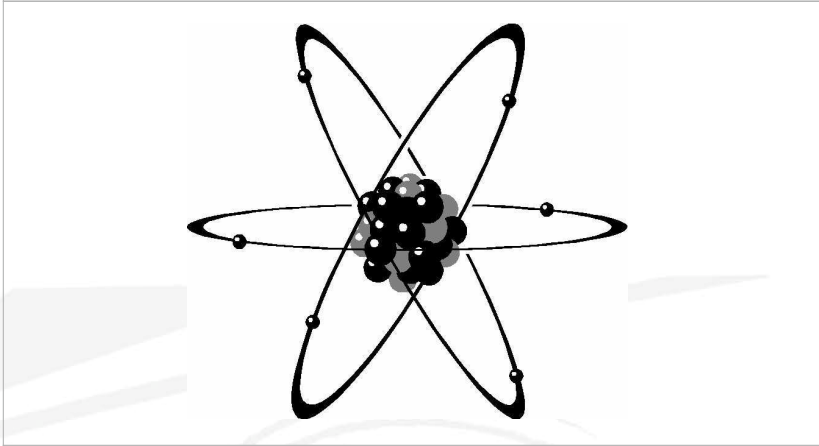
MODELLO DELL'ATOMO DI THOMPSON (1895)



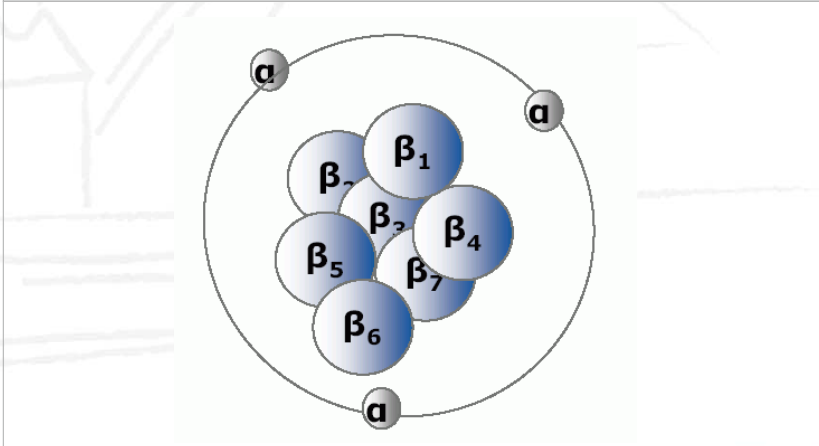
PORTAFOGLIO GESTITO ATTIVAMENTE



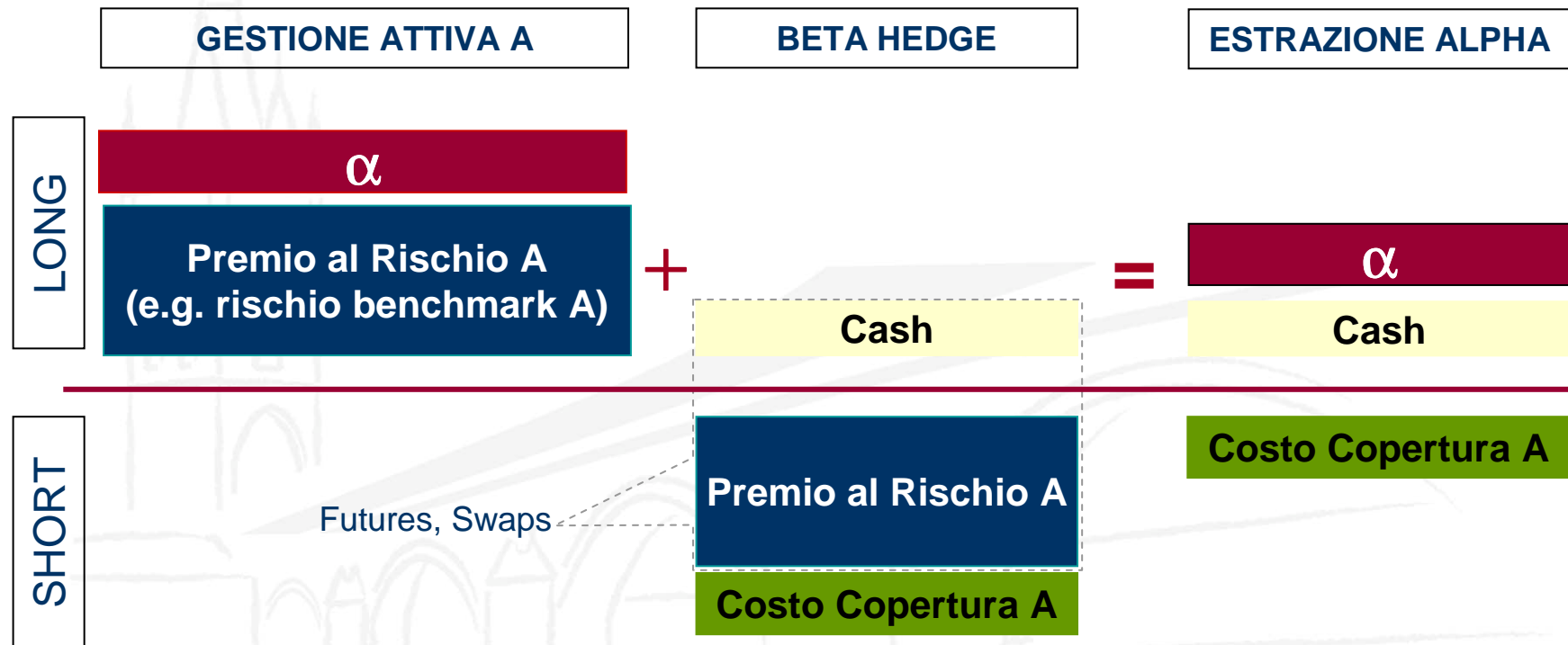
MODELLO QUANTO-MECCANICO DELL'ATOMO



STRATEGIA MODULARE: APPROCCIO "ATOMISTICO"

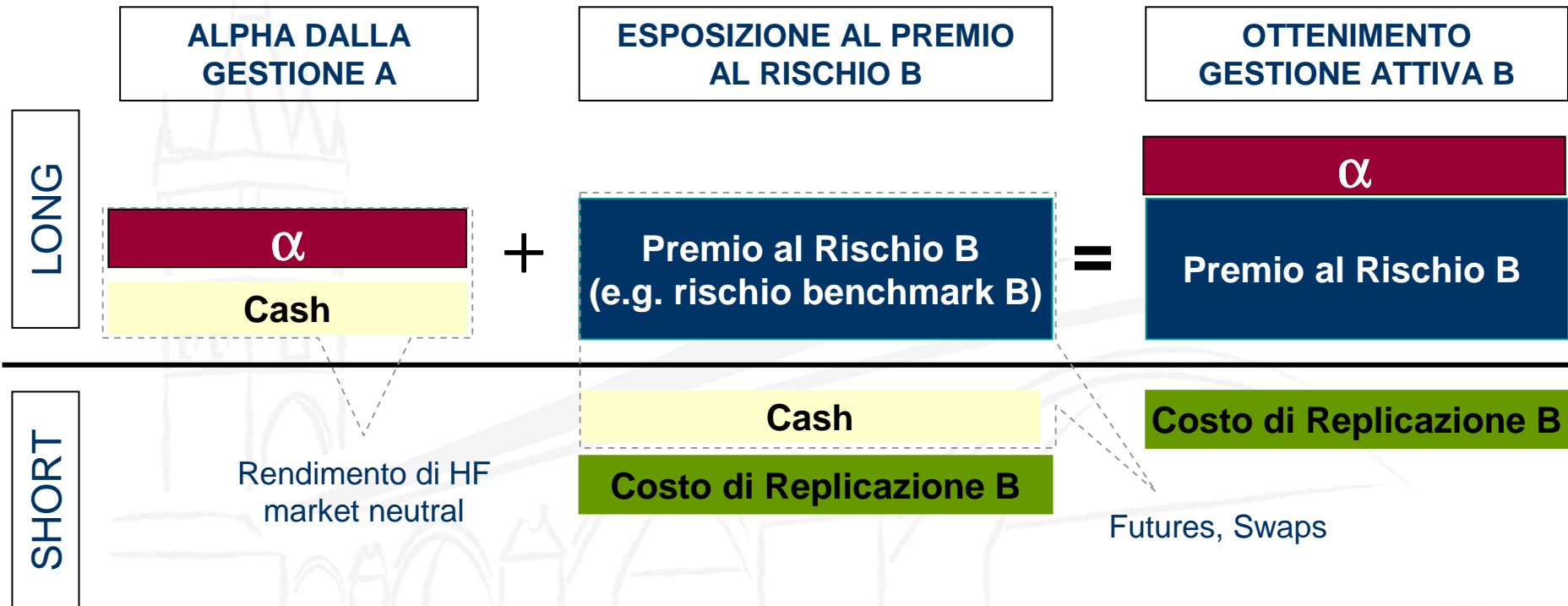


La Separazione di Alpha e Premio al Rischio



- Punti chiave:
 - Analisi del rischio ex-ante necessaria (l'esposizione al premio al rischio puo' cambiare in ogni momento)
 - Impatto dei costi (TER) sull'alpha
 - Costi di copertura

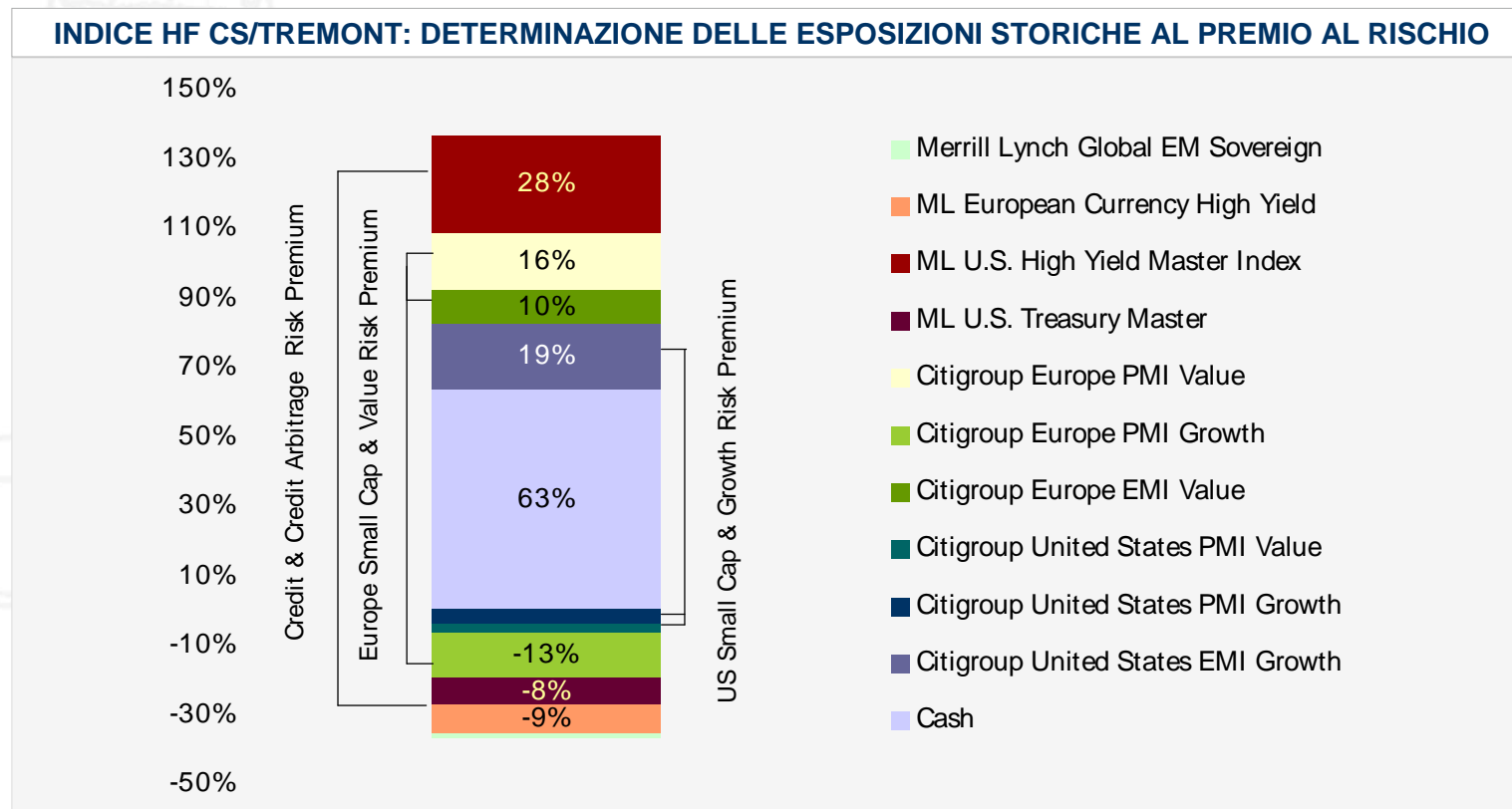
Trasporto dell'Alpha



- Punti chiave
 - Regolamentazione: soluzioni “portable alpha” richiedono utilizzo sostanziale di derivati
 - Recente direttiva UCITS III permette maggiore uso di derivati
 - Capacità di « Risk Budgeting »

Analisi delle Gestioni a Rendimento Assoluto

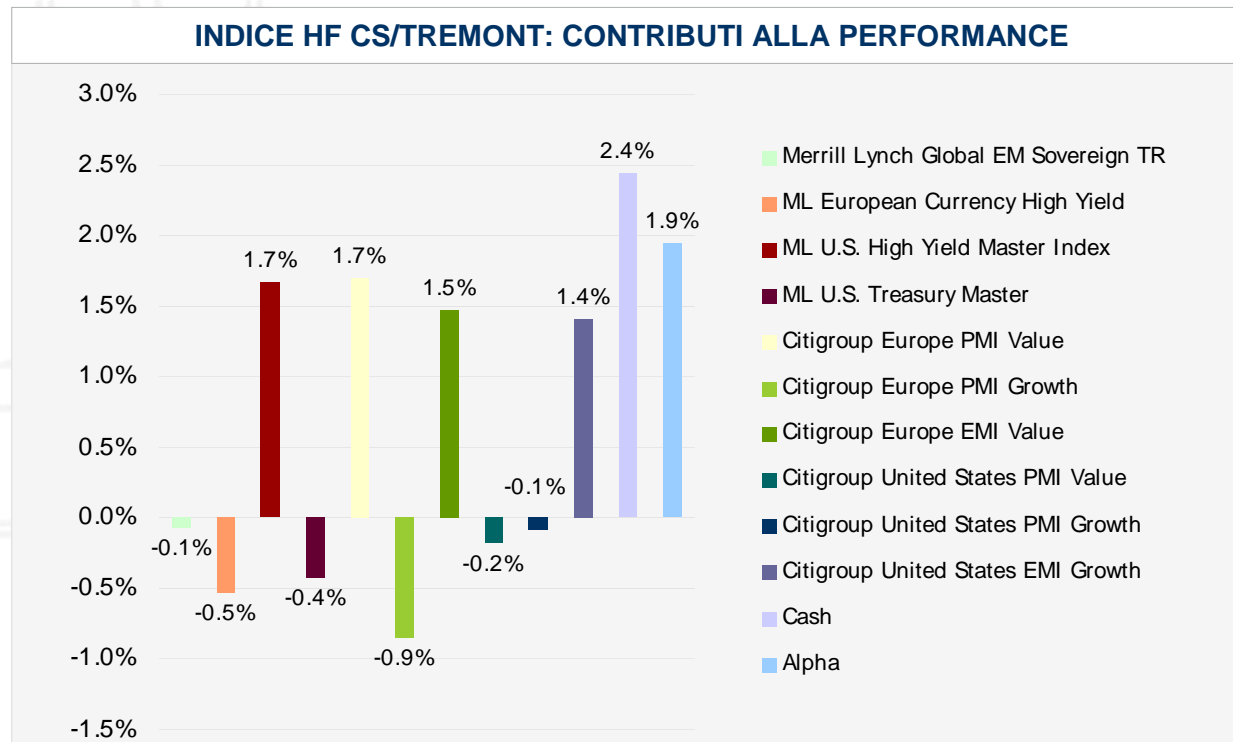
- Obiettivo: analizzare la dipendenza dal premio al rischio di un indice “Absolute Return”, l’indice CS/Tremont Hedge Fund
- Metodologia: analisi di regressione con indici di mercato per i premi al rischio più comuni



Fonte: MPI Stylus

Analisi delle Gestioni a Rendimento Assoluto

- **Risultati:**
 - Gran parte della varianza (87%) dell'extra-rendimento spiegabile con premi al rischio
 - Ulteriore evidenza: beta dell'indice CS/Tremont Hedge Fund relativo all'indice MSCI World = 0.3
- **Simili risultati possono essere ottenuti su specifici stili di gestione a rendimento assoluto, utilizzando premi al rischio tradizionali ed « esotici »**



Fonte: MPI Stylus

Le Gestioni Total Return di PAM

- **Approccio Atomistico**
 - Basato su due moduli, Alpha e Beta
 - Implementato esclusivamente con prodotti gestiti da specialisti di Pictet Asset Management e con prodotti derivati per le strategie di replicazione e copertura
- **Modulo Beta: Punti Chiave**
 - Portafoglio diversificato basato su derivati per acquisire esposizione ai differenti premi al rischio disponibili sui mercati finanziari
 - Utilizzo di modelli di allocazione dinamica per variare l'esposizione ai differenti premi al rischio
- **Modulo Alpha: Punti Chiave**
 - Portafoglio diversificato di strategie gestite internamente
 - Controllo dei costi, migliore efficienza di portafoglio grazie alla diversificazione
 - Controllo del rischio ex-ante, a partire dalla composizione di portafoglio

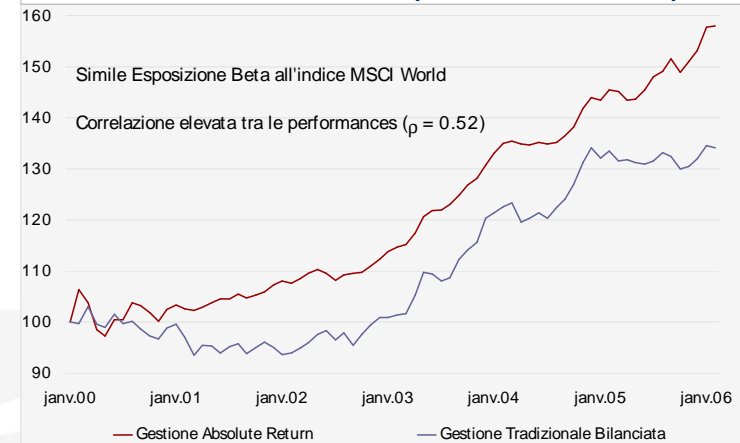
PORTAFOGLIO TRADIZIONALE BILANCIATO PASSIVO 30% MSCI WORLD – 70% LEHMAN GLOBAL AGGR.

- Elementi costitutivi: asset classes
- Nessuna decisione di allocazione
- Assenza di alpha
- Limitata diversificazione
- Limitato potenziale di rendimento

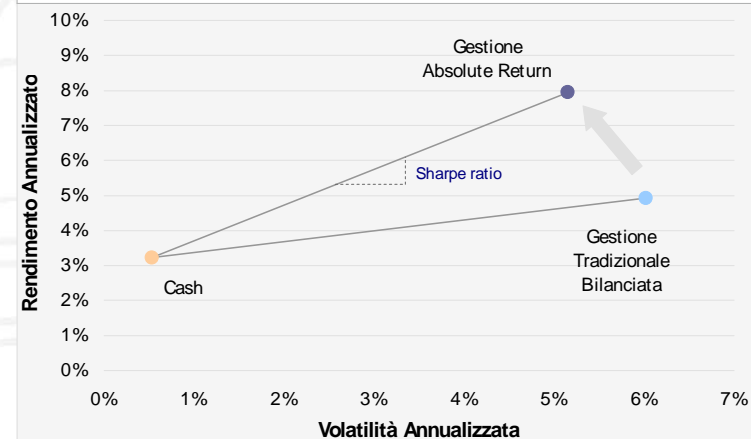
PORTAFOGLIO TOTAL RETURN CS/TREMONT HEDGE FUND INDEX

- Elementi costitutivi: atomi beta ed alpha
- Molteplici decisioni di allocazione
- Ampia disponibilità di opportunità
- Elevata diversificazione
- Elevato potenziale di rendimento

PERFORMANCE A CONFRONTO JAN 2000 – FEB 2006 (TR, EUR HEDGED)



EFFICIENZA DI PORTAFOGLIO A CONFRONTO JAN 2000 – FEB 2006 (TR, EUR HEDGED)



Le Gestioni Total Return di PAM

BILANCIATO TRADIZIONALE

30% Azioni Mondo



70% Obbligazioni Mondo



GESTIONE TOTAL RETURN DI PICTET ASSET MANAGEMENT

Strategia Beta

Risk Premium	Strumento
Azioni Mondo	Futures
Azioni Emergenti	Futures, Swaps
Azioni Small Cap	Futures, Swaps
Risk Premium	Strumento
Term Structure	Futures
Credito	Credit Default Swaps su Indici Itraxx/CDX
Obbligazioni High Yield & Emergenti	Credit Default Swaps su Indici EM CDX

- Implementazione tramite esposizione diversificata a strumenti derivati
- Impegno limitato di capitale

Strategia Alpha

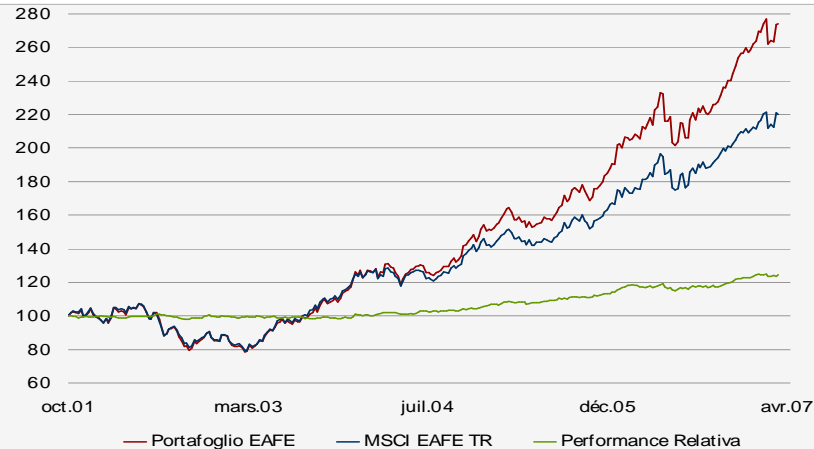
- Portafoglio diversificato di fondi « long only »
- Copertura del rischio benchmark per estrarre l'alpha

- Portafoglio diversificato di strategie HF market neutral

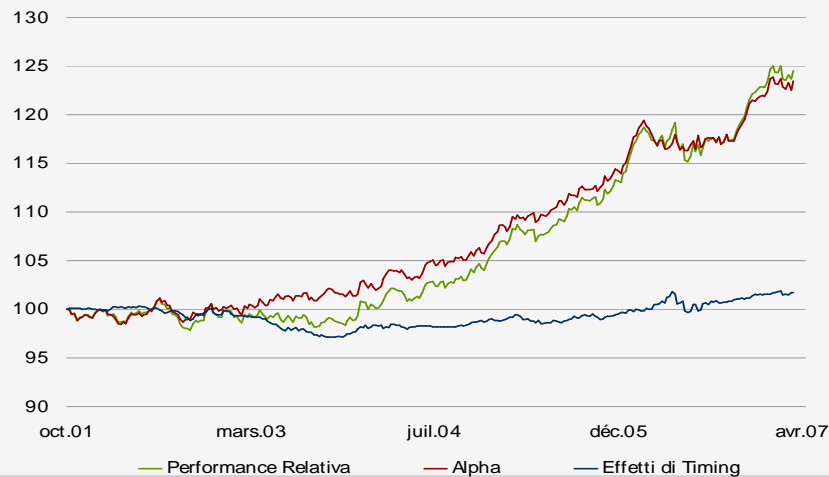
- Massimo impegno di capitale

La ricerca dell'Alpha puro

SERIE STORICA DELLA PERFORMANCE RELATIVA

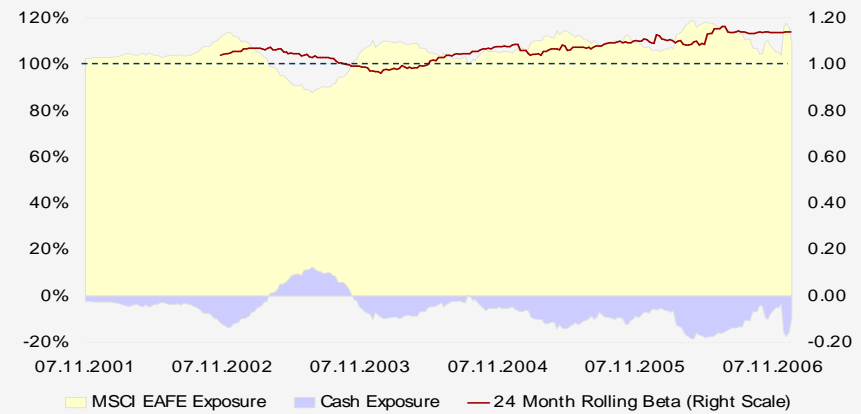


ESTRAZIONE DELL'ALPHA: $R_p - R_{BM} = \alpha + (\beta - 1)(R_{BM} - r_f)$



Fonte: MPI Stylus

INDIVIDUAZIONE DI EFFETTI "MARKET TIMING"



STUDIO DELLA DISTRIBUZIONE DELL'ALPHA

Significatività dell'Alpha

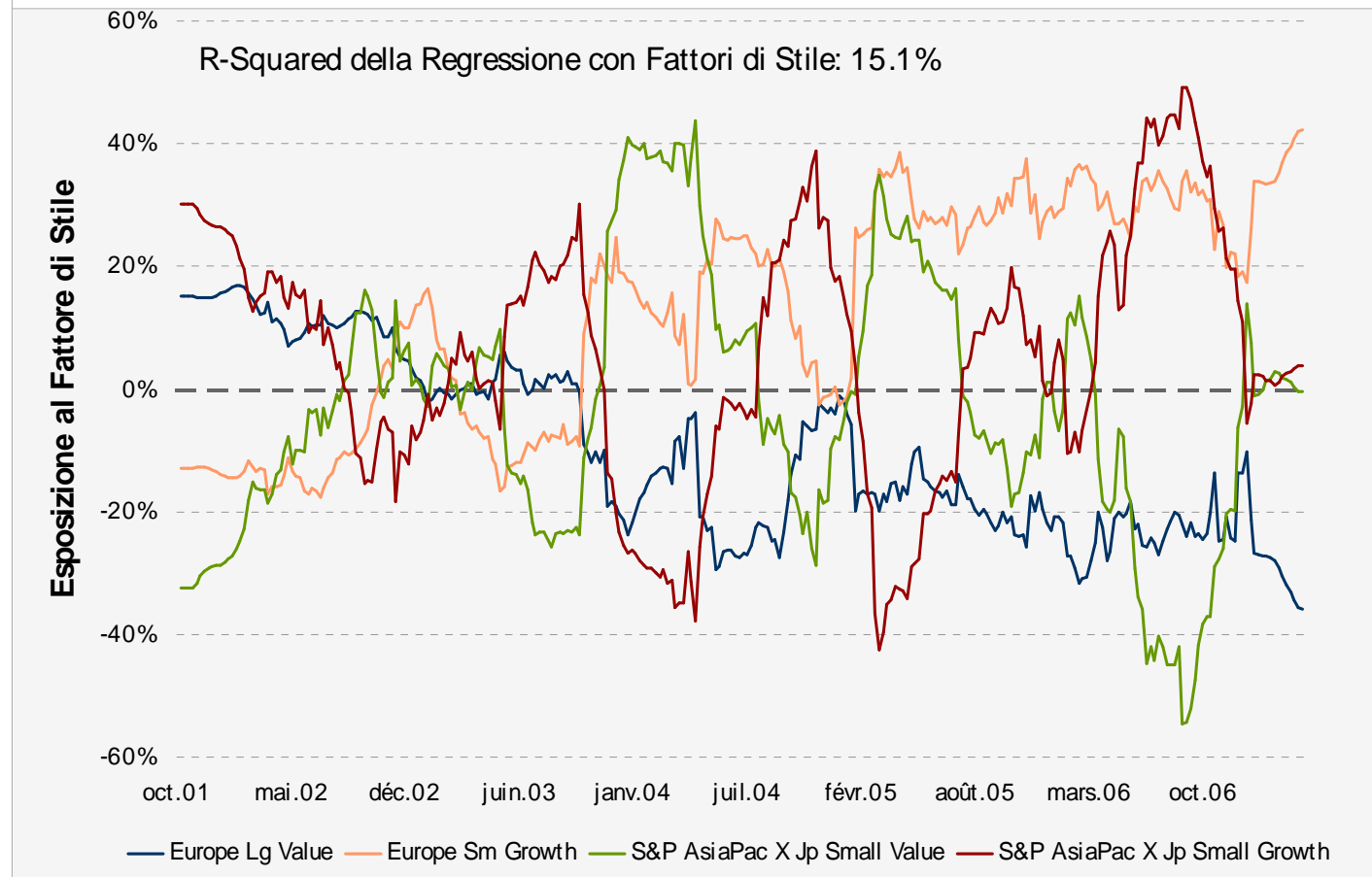
Alpha Annualizzato	4.1%
Volatilità dell'Alpha Annualizzato	3.2%
Information Ratio	1.29

Distribuzione Empirica dell'Alpha

Asimmetria	-0.37
Curtosi	0.88

La ricerca dell'Alpha puro

DIPENDENZA DALLO STILE DELLA STRATEGIA ALPHA EAFE (LONG PF / SHORT BENCHMARK / LONG CASH)

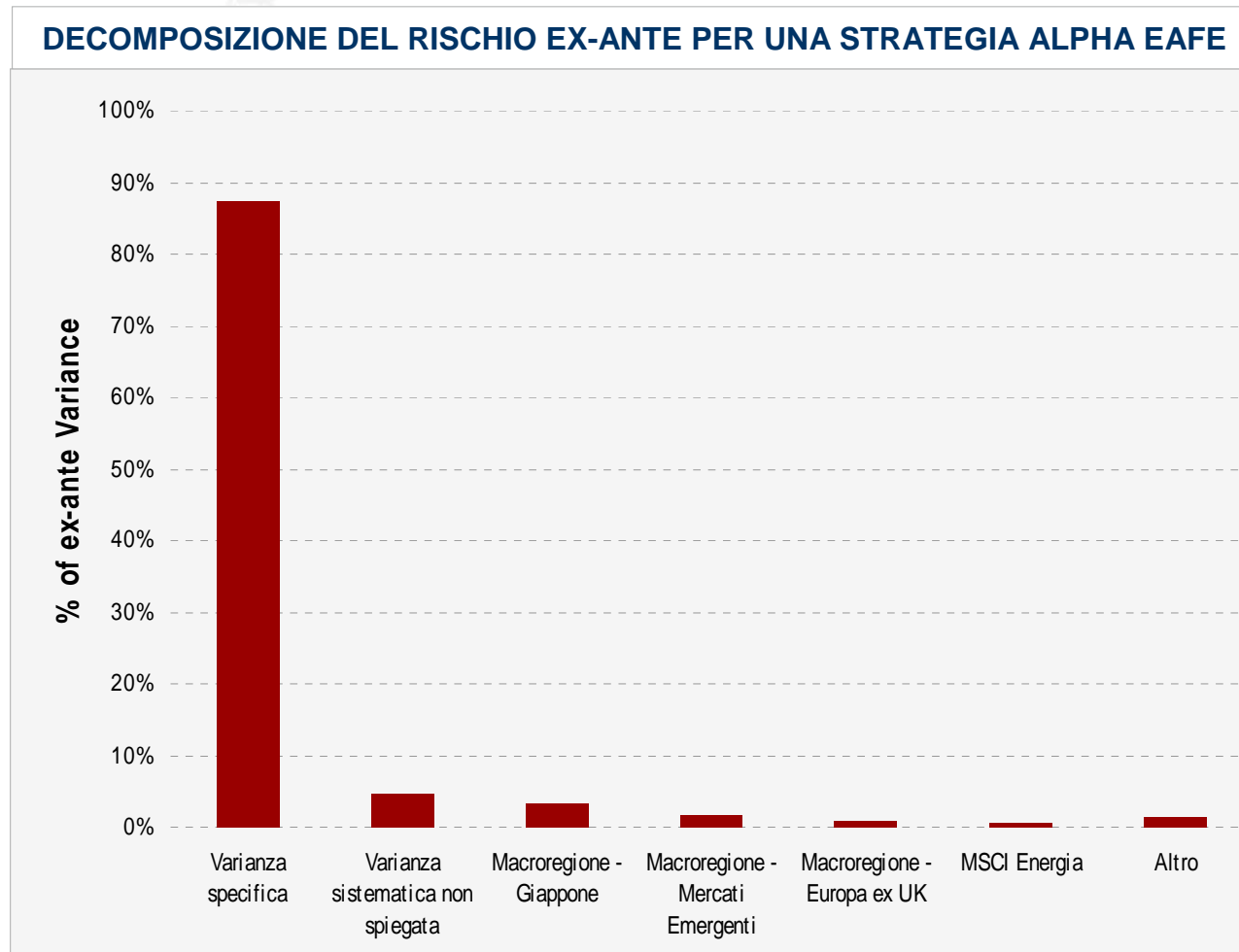


- Persistenza di esposizione Long in Europe Small Growth / Short in Europe Large Value
- Esposizione oscillante agli stili "Value" e "Growth" nelle Small Caps Asiatiche
- Bassa proporzione della varianza spiegata da fattori di stile

Fonte: MPI Stylus

Criteri di Selezione dell'Alpha

Purezza dell'Alpha: Analisi del Rischio ex-ante (1)

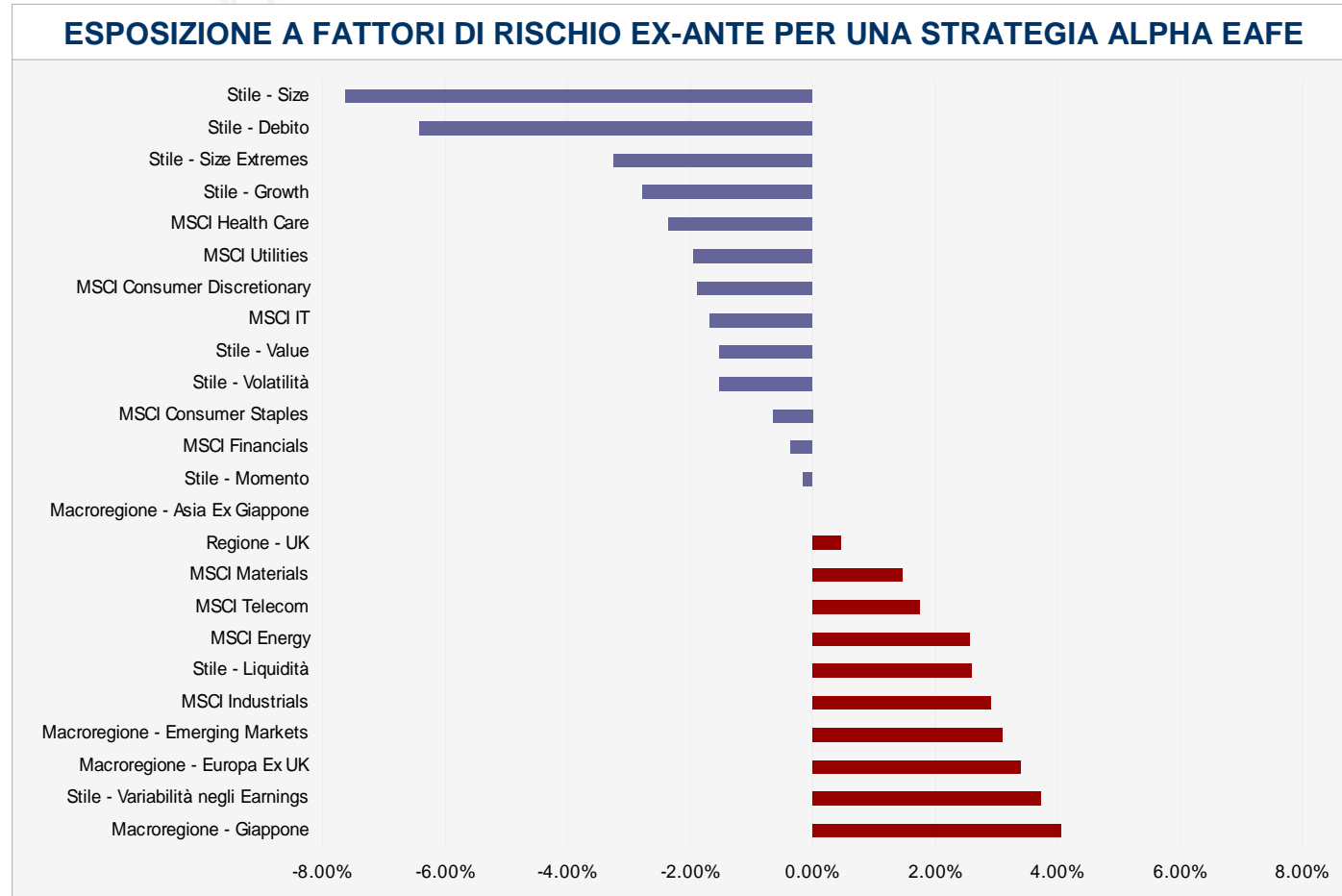


- Su base ex-ante (ossia sulla base delle attuali posizioni di portafoglio e benchmark), la maggior parte del rischio e' di natura specifica, ovvero non spiegabile sulla base di fattori di mercato

Fonte: APT Pro

Criteri di Selezione dell'Alpha

Purezza dell'Alpha: Analisi del Rischio ex-ante (2)

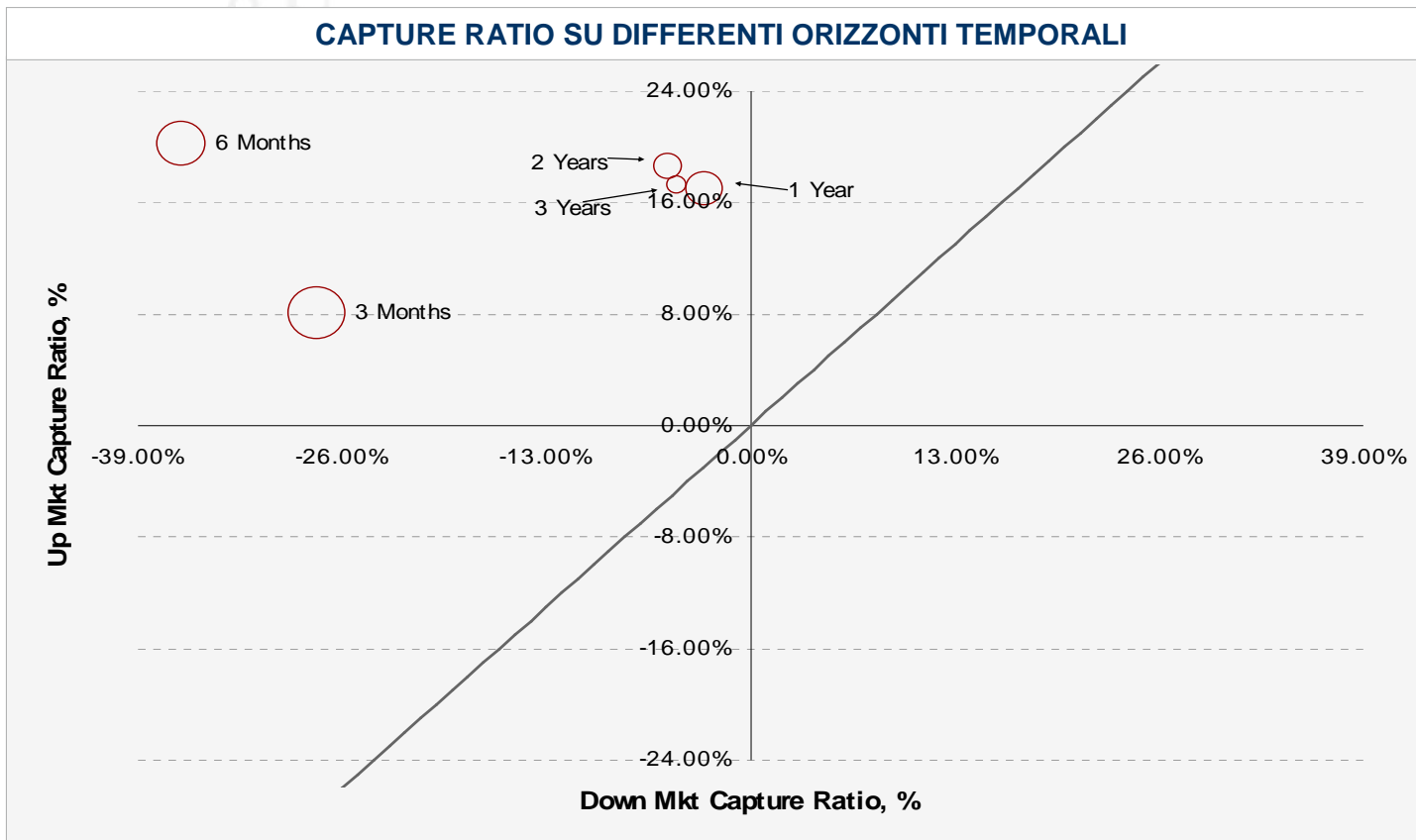


- Bassa esposizione alla maggior parte dei fattori di rischio mercato (inferiore al 5% in valore assoluto)
- Esposizione al premio al rischio small cap

Fonte: APT Pro

Criteri di Selezione dell'Alpha

“Elasticità” dell'Alpha: Analisi del Capture Ratio



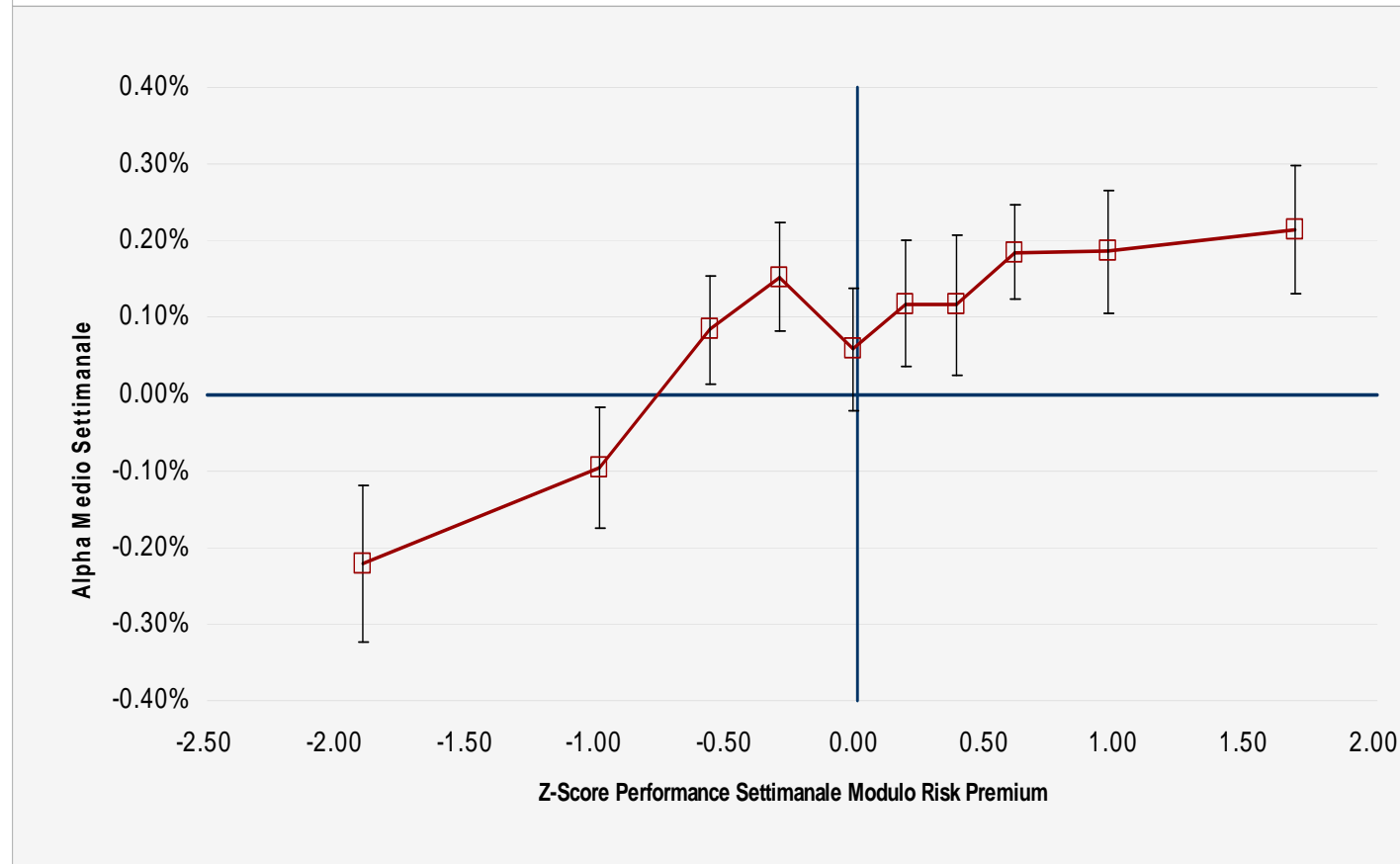
- Su tutti gli orizzonti temporali il capture ratio in mercati al rialzo é più alto del capture ratio in mercati al ribasso
- Capture ratio in mercati al ribasso negativo
- In media, anche quando il mercato EAFE é al ribasso, l'alpha é positivo

Fonte: MPI Stylus

Criteri di Selezione dell'Alpha

Analisi del Profilo Opzionale (1)

DIPENDENZA DELL'ALPHA IN UNA GESTIONE ATTIVA DALLE CONDIZIONI DEL MERCATO SOTTOSTANTE



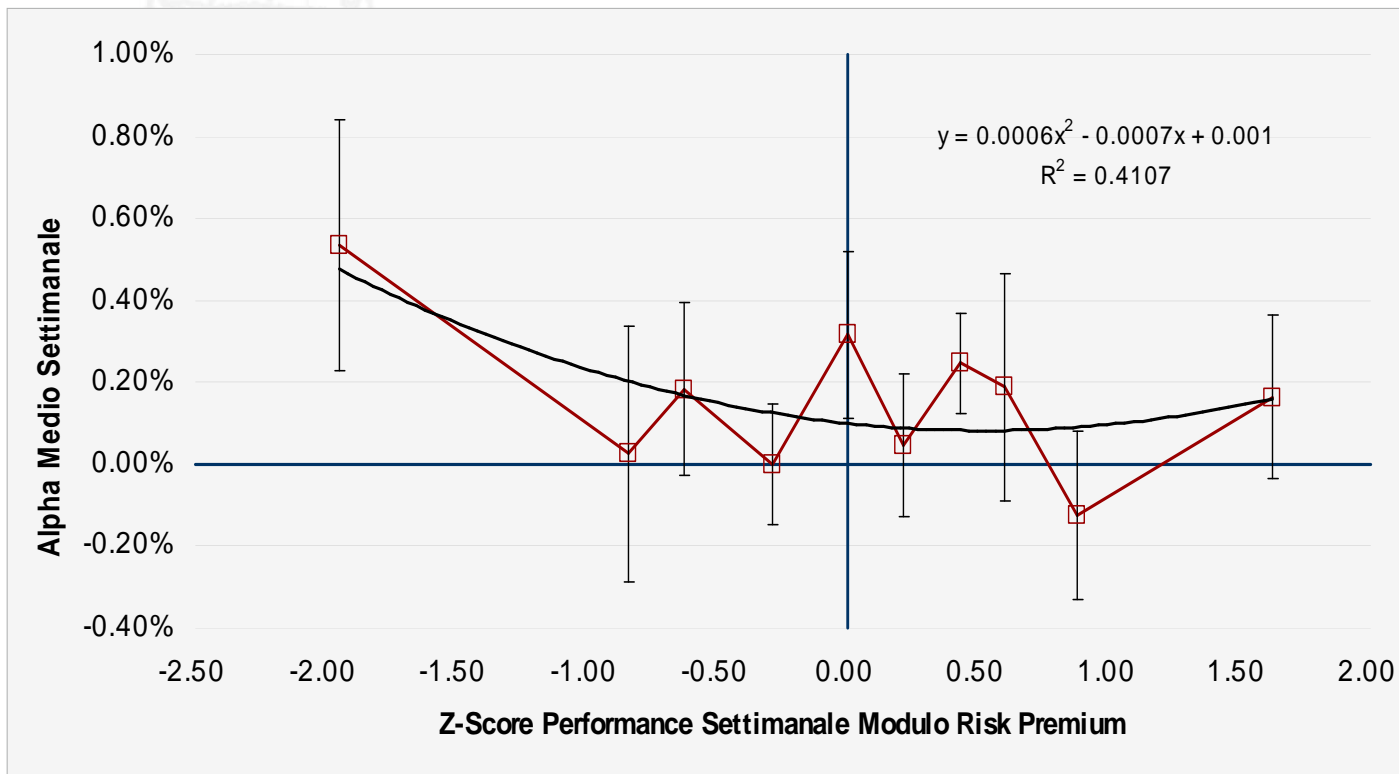
- Profilo short put
- Alpha negativo quando il mercato sottostante é fortemente negativo
- Questo tipo di strategia alpha non offre protezione in caso di ribasso sul modulo beta

Fonte: Pictet Fund Centre

Criteri di Selezione dell'Alpha

Analisi del Profilo Opzionale (2)

DIPENDENZA DELL'ALPHA IN UNA GESTIONE ATTIVA DALLE CONDIZIONI DEL MERCATO SOTTOSTANTE



- Profilo long straddle
- Questo tipo di strategia alpha offre buona protezione in caso di ribasso sul modulo beta

Fonte: Pictet Fund Centre

Costruzione del Portafoglio Alpha

Principi Guida

- L'analisi quantitativa di ciascuna possibile strategia alpha conduce all'elaborazione di uno score, che misura il potenziale di generazione dell'alpha
- I pesi all'interno del portafoglio alpha hanno l'obiettivo:
 - di minimizzare la correlazione tra singole strategie alpha
 - di massimizzare il trade-off tra alpha score aggregato e rischio totale di portafoglio
- Per le strategie di “portable alpha” basate su fondi long-only con copertura del rischio di mercato, il benchmark composito del portafoglio di fondi prescelti viene replicato con un portafoglio di strumenti derivati liquidi

Costruzione del Portafoglio Alpha

Riduzione del Rischio di Shortfall: Teoria

Gestore Attivo “Superstar”

- IR = 1
- TE = 5%
- $\alpha = 5\%$
- Probabilità di shortfall in strategia “portable alpha”* = 16%

Buon Gestore Attivo

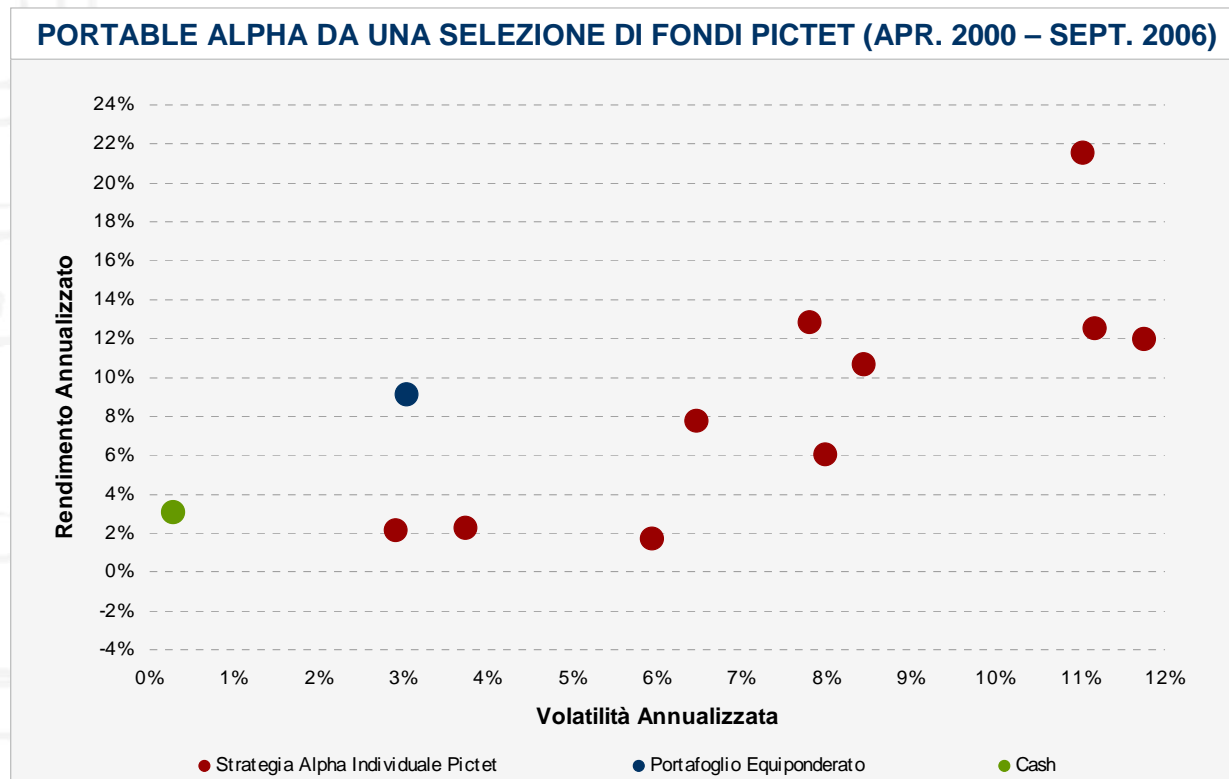
- IR = 0.5
- TE = 5%
- $\alpha = 2.5\%$
- Combinazione di 9 gestori
- Equiponderazione
- Ipotesi di correlazione nulla tra le diverse fonti di alpha
- TE = 1.6%
- IR = 1.5
- Probabilità di shortfall in strategia “portable alpha”* = 6.6%

*Before hedging costs

Costruzione del Portafoglio Alpha

Riduzione del Rischio Shortfall: Evidenza

- Portafoglio equiponderato di strategie alpha basate su selezione di Fondi Pictet



*Al lordo di commissioni e costi di copertura

Fonte: Pictet Fund Centre

- Il Portafoglio Alpha ha volatilità inferiore e superiore Sharpe ratio rispetto a ciascuna delle strategie alpha sottostanti

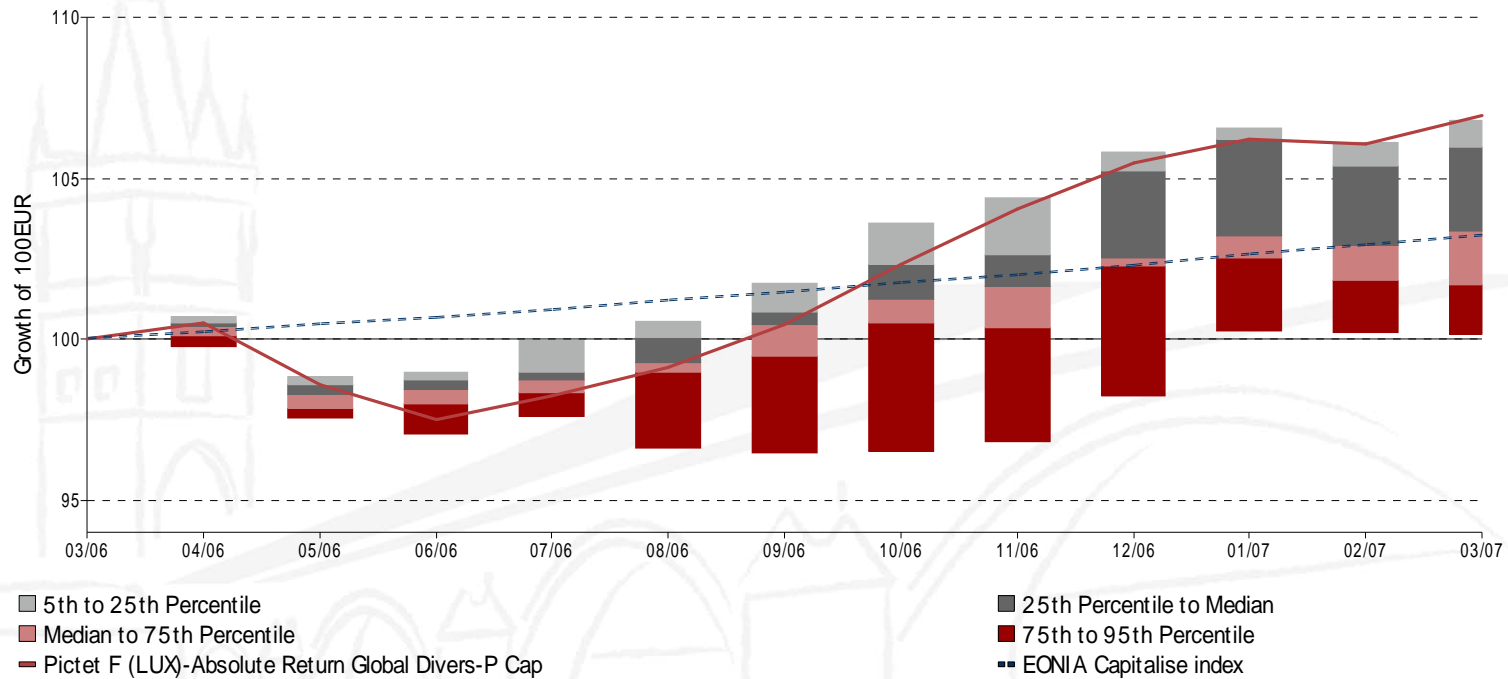
L'offerta «Total Return» di PAM

- **PF (LUX) – Absolute Return Global Diversified**
 - Fondo Lussemburghese UCITS III parte 1 – liquidità giornaliera, rischio di cambio coperto
 - Obiettivo: battere il tasso risk-free EURO di 400 bps. p.a.
 - Basato sull'approccio atomistico implementato tramite un rigoroso approccio di risk budgeting
- **Mandati Istituzionali Absolute Return**
 - Obiettivo: battere il tasso risk-free in EUR di X bps. p.a. (p.e. X=150 bps, X=250 bps ...)
 - Sfruttano la completa scalabilità dell'approccio atomistico
- **Portable Alpha-based Institutional Mandates (various benchmarks)**
 - Replicazione del rischio benchmark (p.e. MSCI World) con strumenti derivati liquidi
 - Alpha estratto da portafoglio diversificato di prodotti gestiti internamente

Confronto con il peer group

Cumulative Performance

in EUR, 03/06 - 03/07



	YTD	1M	3M	6M	1Y
Pictet F (LUX)-Absolute Return Global Divers-P Cap	1.41	0.82	1.41	6.45	6.94
EONIA Capitalise index	0.92	0.31	0.92	1.77	3.21
Universe Median	0.97	0.26	0.97	3.90	3.34
Universe Average	0.93	0.22	0.93	3.76	3.53

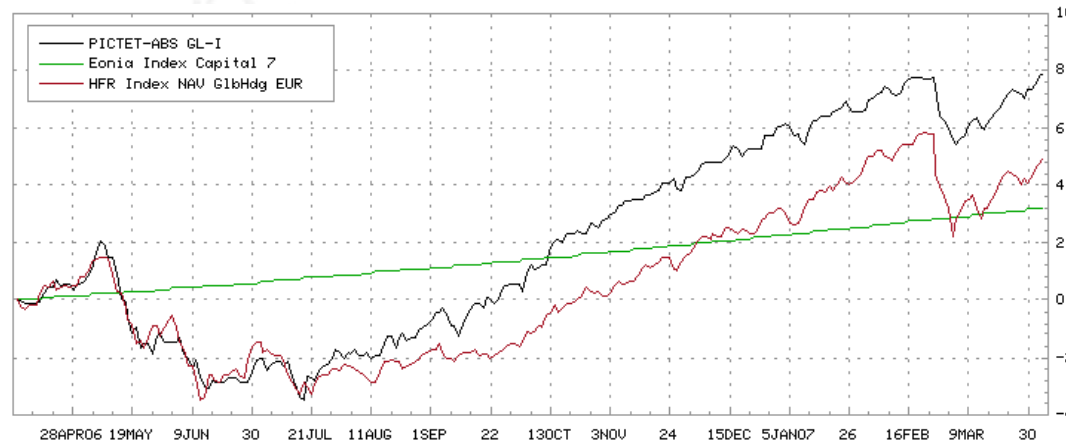
Past Performance is no guarantee of future performance. Performance data does not include the commissions and fees charged at the time of subscribing for or redeeming shares.

Source: Lipper (MPI-Stylus)

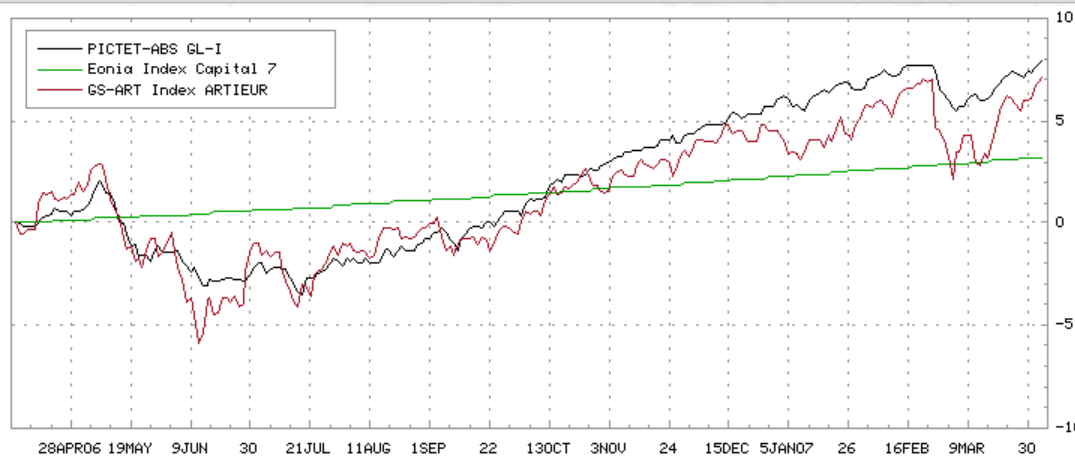
PF(LUX)-Absolute Return Global Diversified

Confronto con Indici Hedge Fund e con Prodotti «ART»

PF(LUX)-ABS. RET. GLOB. DIV. vs. HFRX GLOBAL HEDGE FUND INDEX



PF(LUX)-ABS. RET. GLOB. DIV. vs. GOLDMAN SACHS ART INDEX



- Correlazione elevata, anche se non intenzionale
- Dimostrazione del fatto che un indice total return e' una combinazione di alpha e di una serie di esposizioni a premi al rischio tradizionali ed alternativi
- L'esposizione azionaria neutrale del Fondo coincide con l'esposizione beta di un indice di fondi hedge

Fonte: Bloomberg

Conclusioni

- Alpha e premi al rischio sono gli atomi della gestione attiva di portafoglio
- Alpha e premi al rischio possono riprodurre il profilo di rischio di qualsiasi gestione attiva, inclusi i portafogli di fondi hedge
- L'esposizione al premio al rischio deve essere ottenuta a basso costo (p.e. con strumenti derivati liquidi)
- Il portable alpha puo' essere estratto in modo ottimale da una selezione di prodotti gestiti internamente
- Pictet Asset Management sta sviluppando una linea di prodotti basati sul nuovo approccio atomistico alla gestione attiva di portafoglio