

Crisi, Benchmarks e Asset Allocation

Seminario Tecnico Mefop, 17 aprile 2012, Roma

Renato Guerriero, Global Head of European Client Relations

Crisi, Benchmarks e Asset Allocation

— Agenda

- Introduzione - Perché rivedere i benchmark?
- Le metodologie
- Risultati dell'analisi (European equity universe, 1991 – 2011)
- Pro & contro delle singole metodologie
- Analisi del rendimento in eccesso
- Un investitore, una strategia
- Gli indici obbligazionari alternativi
- Conclusioni

Introduzione – Perché rivedere i benchmark?

— Gli inconvenienti degli indici basati sulla capitalizzazione

- ❑ Trend following (Herding behavior) → **Profilo di rischio inefficiente**
- ❑ Buy High / Sell Low (Ricerca di azioni sopravvalutate) → **Profilo di rendimento inefficiente**
- ❑ **Profilo Rischio-Rendimento inefficiente**

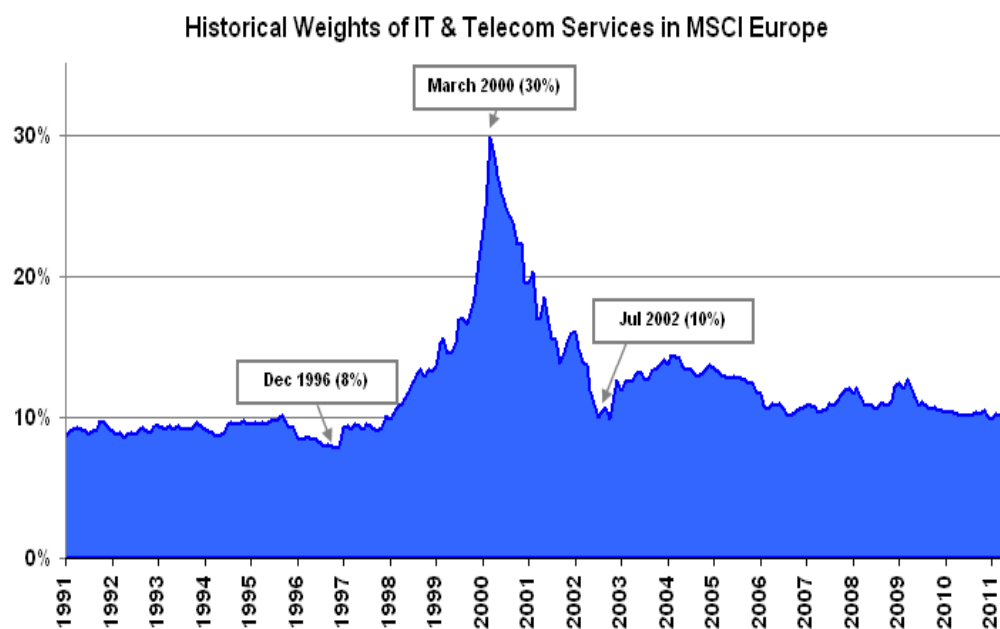


Introduzione – Perché rivedere i benchmark?

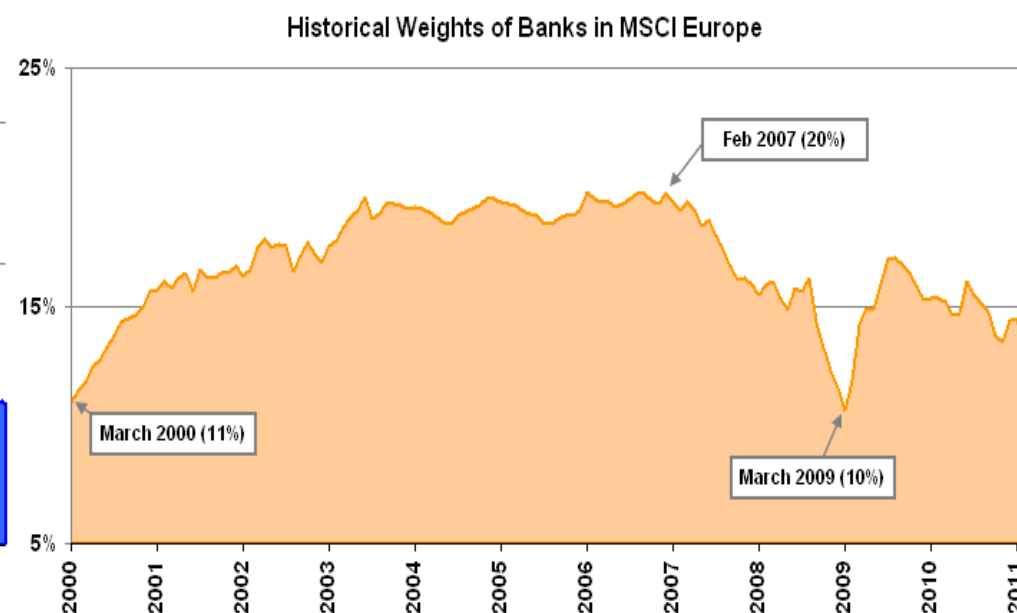
— Gli inconvenienti degli indici basati sulla capitalizzazione – alcuni esempi

Inefficienze degli indici azionari basati sulla capitalizzazione

2000' TMT (Internet) Bubble



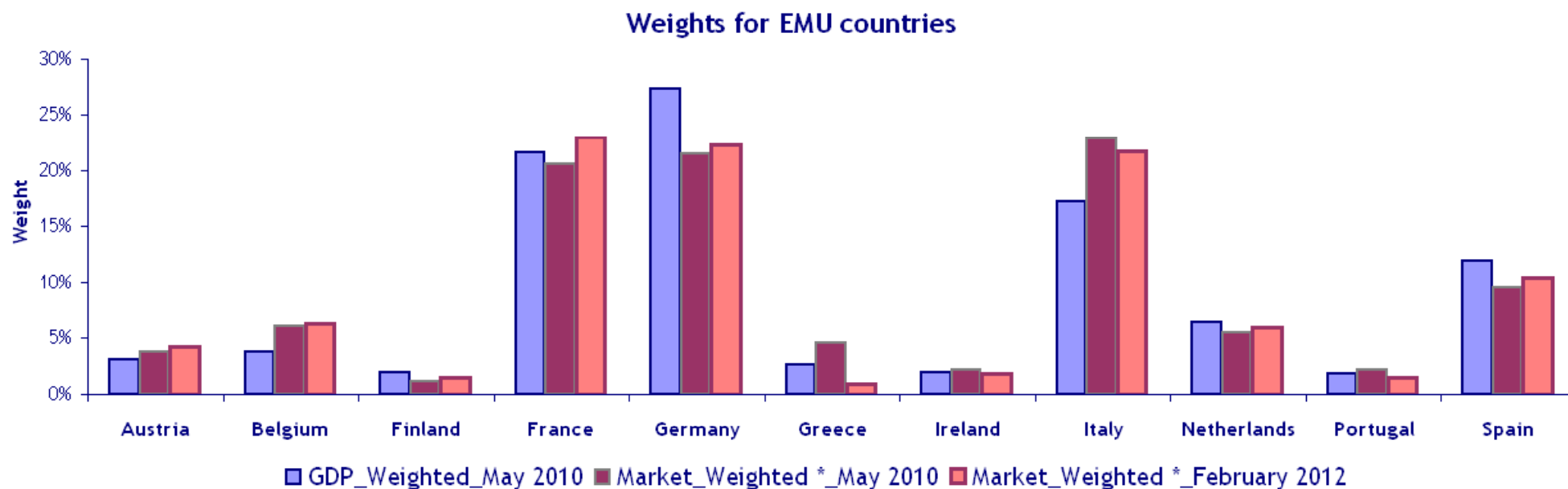
2007' Financial Crisis



Introduzione – Perché rivedere i benchmark?

— Gli inconvenienti degli indici basati sulla capitalizzazione – alcuni esempi

Inefficienze degli indici obbligazionari pesati per debito emesso



* JP Morgan EMU index

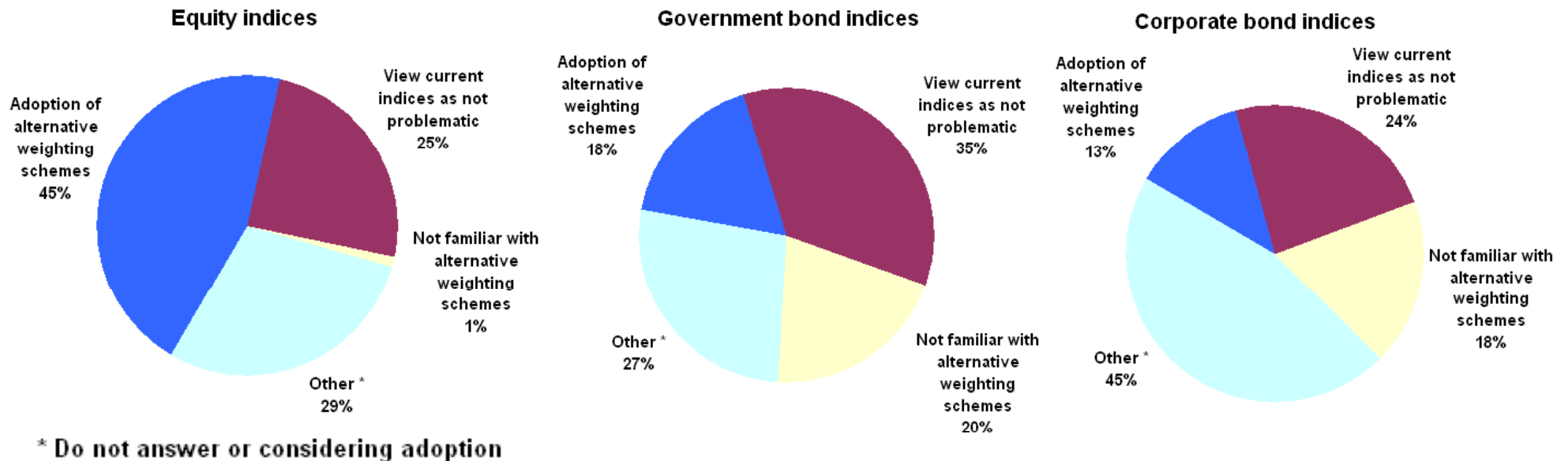
	GDP_Weighted May 2010	Market_Weighted * May 2010	Difference
PIIGS	35.7%	41.4%	-5.7%

Market_Weighted * Feb 2012
36.6%

Introduzione – Perché rivedere i benchmark?

— Interesse degli investitori per i benchmark alternativi

Alcune recenti inchieste (EDHEC Risk Institute, ...) indicano che gli investitori stanno scegliendo nuovi benchmark azionari che sono ponderati in modo diverso rispetto a quelli tradizionali



Fonte: Edhec Risk Institute Survey 2011 e Dexia Asset Management

Introduzione – Perché rivedere i benchmark?

— Interesse degli investitori per i benchmark alternativi

- Nel 2010 gli **ETF che replicavano gli indici azionari alternativi rappresentavano \$40 miliardi contro i \$1270** di quelli tradizionali (Fonte: IndexUniverse & BlackRock)
- Il numero di **ETF che replicano indici alternativi è cresciuto di 6 volte** in 5 anni
- Il lancio di indici alternativi ha mostrato segni di accelerazione nel 2010 e 2011

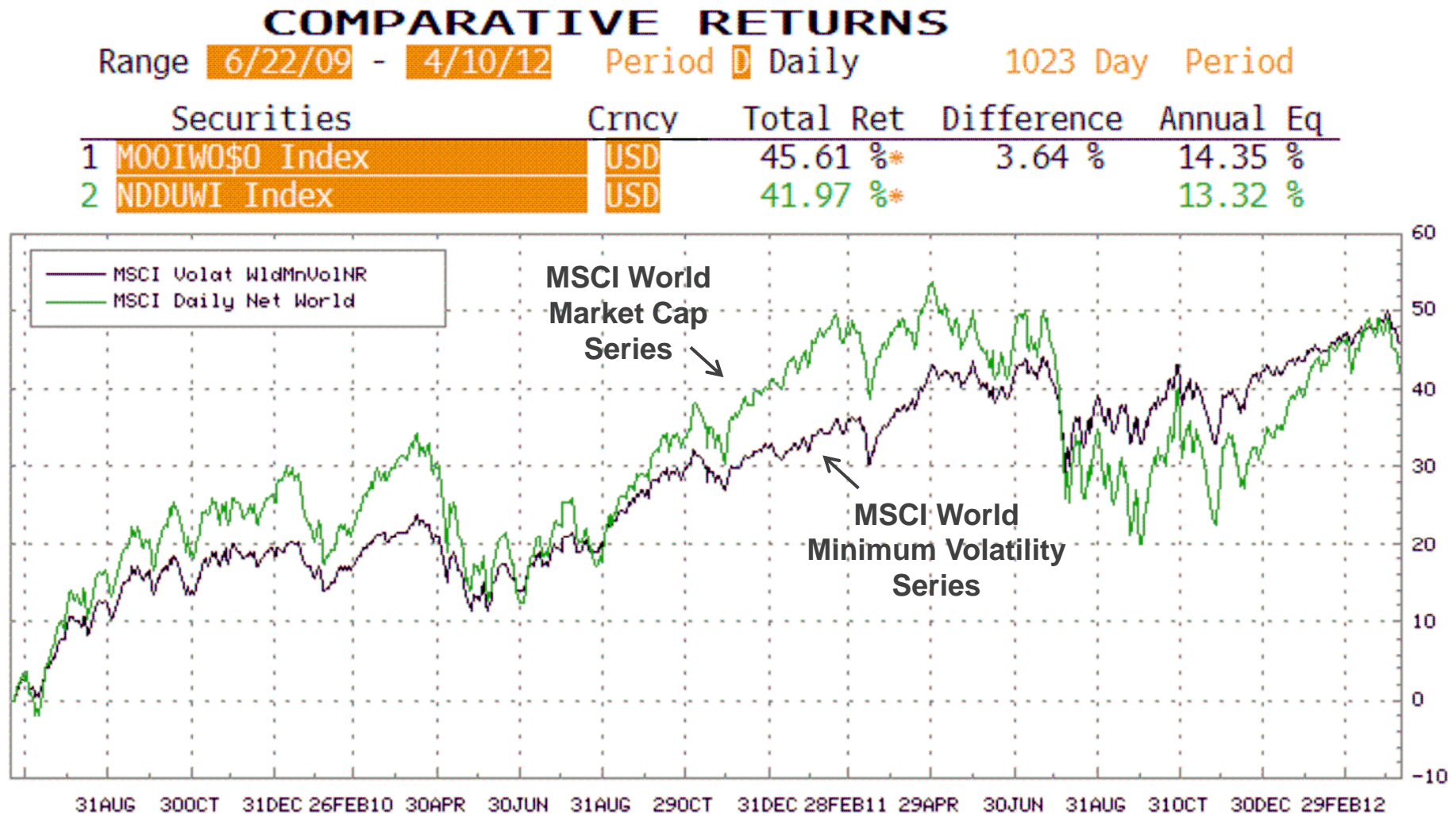
Indici azionari alternativi dei principali fornitori:

INDEX SERIES NAME	STRATEGY FOCUS	LAUNCH YEAR
S&P Equal Weight Index Series	Equal Weighted/ Alternatively Weighted	2003
FTSE RAFI Index Series	Fundamental	2005
S&P Dividend Aristocrats	Dividend	2005
MSCI High Dividend Index Series	Dividend	2006
MSCI Minimum Volatility Series	Volatility/Risk/Risk + Factor	2009
MSCI Factor Index Series	Fundamental	2009
MSCI Value Weighted Index Series	Fundamental	2010
FTSE Active Beta Index Series	Fundamental	2010
FTSE StableRisk Index Series	Volatility/Risk/Risk + Factor	2010
MSCI Risk Weighted Index Series	Volatility/Risk/Risk + Factor	2011
FTSE TOBAM	Maximum Diversification	2011

Sources: S&P, MSCI, FTSE and Northern Trust

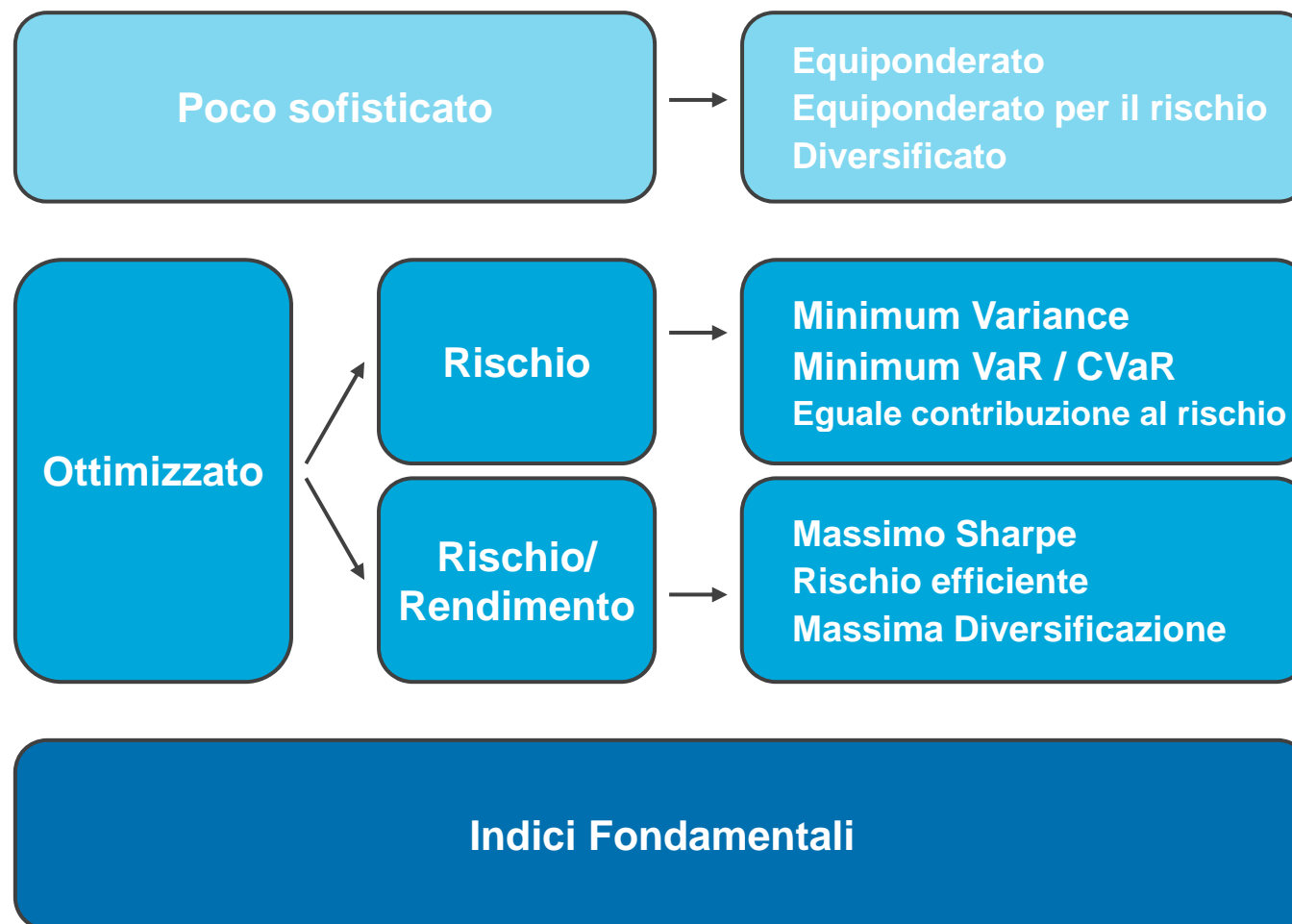
Introduzione – Perché rivedere i benchmark?

— Gli indici alternativi sembrano funzionare bene



Le metodologie

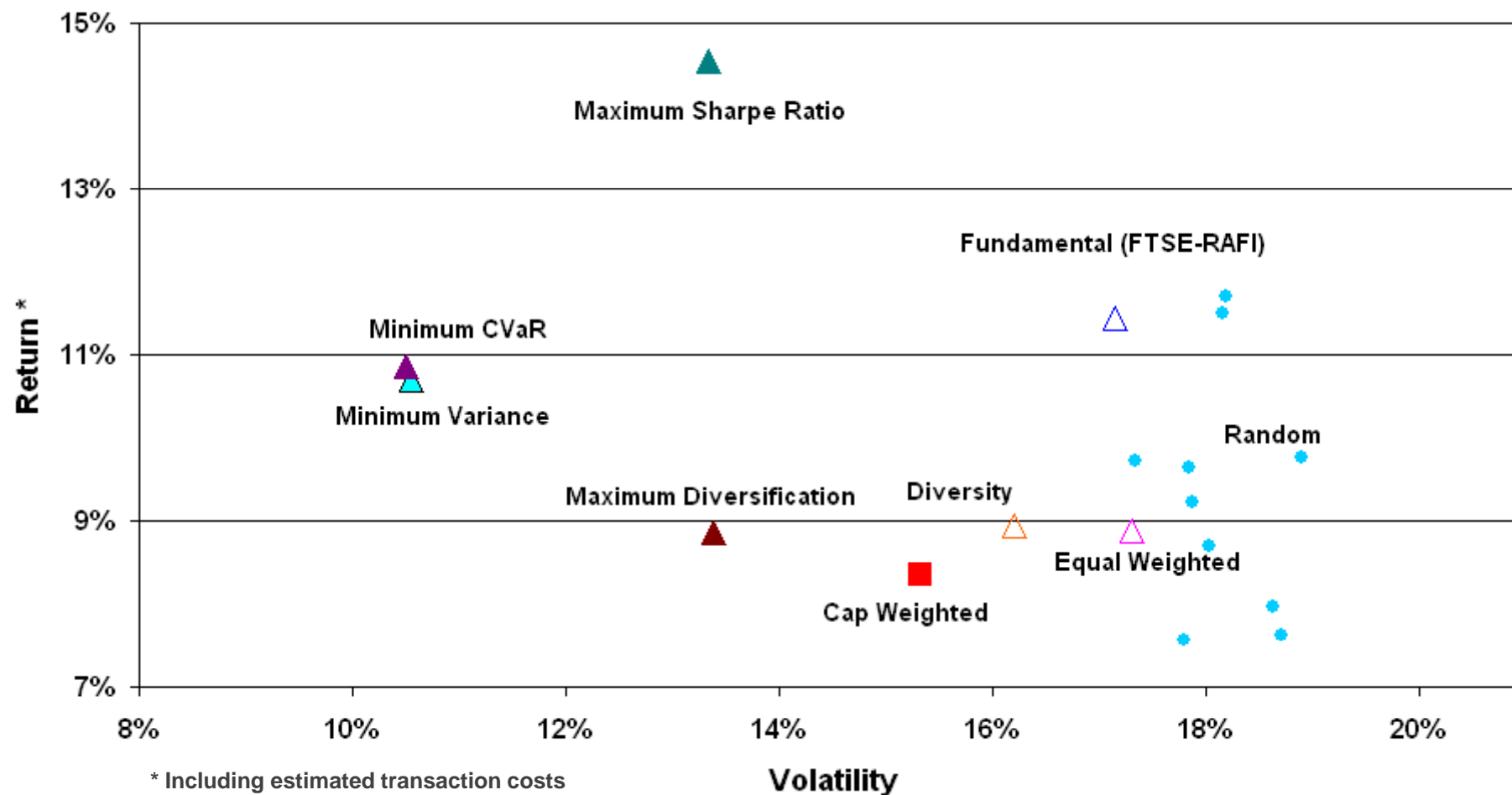
— Principali schemi di indici alternativi



Risultati dell'analisi

— Universo azioni europee, 1991 - 2011 , Confronto Rischio/Rendimento

RESULTS BACKTEST MSCI Europe (1991-2011)



Risultati dell'analisi

— Visione di dettaglio

	MSCI Cap Weighted	Equal Weighted	Diversity	Minimum Variance	Minimum CVaR	Maximum Sharpe Ratio	Maximum Diversification	Fundamental (FTSE-RAFI)
Excess Return	-	0.5%	0.6%	2.3%	2.5%	6.2%	0.5%	3.1%
Annual Return	8.4%	8.9%	8.9%	10.7%	10.9%	14.5%	8.8%	11.4%
Volatility	15.3%	17.3%	16.2%	10.5%	10.5%	13.3%	13.4%	17.1%
CVaR 1m 95%	-10.5%	-12.1%	-11.3%	-6.4%	-6.4%	-7.7%	-8.2%	-10.8%
Max. Drawdown	-58%	-65%	-62%	-39%	-39%	-46%	-46%	-61%
Sharpe Ratio	0.55	0.51	0.55	1.01	1.03	1.09	0.66	0.67
Beta	1.00	1.07	1.04	0.48	0.50	0.66	0.61	1.32
Tracking Error	-	5.7%	2.8%	10.9%	10.5%	10.4%	11.3%	5.5%
Information Ratio	-	0.09	0.21	0.21	0.24	0.59	0.04	0.56
Diversification	1.97	2.65	2.25	3.58	3.43	2.73	3.60	NC
Turnover	13%	46%	25%	83%	116%	143%	128%	12%

- In genere, gli indici alternativi presentano migliori profili di rischio e rendimento anche nel lungo periodo
- “Minimum Variance” presenta la migliore volatilità e minimizza le perdite rispetto agli indici tradizionali
- “Maximum Sharpe Ratio” presenta il miglior rendimento in eccesso
- “Fundamental Indexing” consente di ridurre il turnover rispetto agli altri indici alternativi

Risultati dell'analisi

Rendimenti in eccesso annuali

Excess Return	Equal Weighted	Minimum Variance	Maximum Sharpe	Maximum Div.	Fundamental (FTSE-RAFI)	Return MSCI Cap Weighted
1991	-5.4%	-5.7%	N/A	-18.8%	2.9%	13.0%
1992	-6.6%	-6.9%	5.4%	-11.8%	3.7%	0.9%
1993	14.2%	14.1%	16.9%	30.1%	15.7%	36.5%
1994	5.4%	4.9%	8.3%	9.2%	-2.9%	-2.2%
1995	-9.9%	-14.1%	15.1%	-20.9%	-7.0%	18.2%
1996	-2.1%	-8.2%	5.1%	-7.4%	4.1%	26.0%
1997	-5.1%	-9.1%	-6.1%	-3.9%	10.5%	34.4%
1998	-10.6%	-14.5%	8.7%	-23.4%	-5.0%	23.8%
1999	-7.6%	-25.6%	-16.0%	-21.8%	3.7%	35.1%
2000	6.0%	20.6%	14.3%	14.6%	8.0%	-1.7%
2001	6.9%	14.4%	10.8%	19.9%	7.0%	-15.0%
2002	3.1%	31.5%	31.3%	18.7%	4.4%	-30.1%
2003	13.4%	3.8%	6.4%	11.0%	6.4%	15.6%
2004	8.3%	21.3%	31.9%	22.0%	2.4%	12.4%
2005	4.2%	-1.0%	2.0%	2.8%	2.4%	26.6%
2006	8.4%	7.8%	19.8%	1.8%	3.4%	20.1%
2007	-5.8%	-3.3%	-6.6%	-0.8%	1.6%	3.3%
2008	-6.0%	19.8%	8.0%	8.8%	-2.3%	-42.9%
2009	11.1%	-20.2%	-21.5%	-14.3%	10.1%	32.5%
2010	4.6%	3.1%	7.2%	8.1%	-2.1%	11.7%
May-11	0.3%	3.4%	-1.1%	1.2%	1.6%	3.5%
Best XS	14.2%	31.5%	31.9%	30.1%	15.7%	
Worst XS	-10.6%	-25.6%	-21.5%	-23.4%	-7.0%	
Tracking Error	5.7%	10.9%	10.4%	11.3%	5.5%	

La maggior parte degli indici performa meglio con mercati orso e meno bene con mercati toro con una tracking-error elevata rispetto agli indici tradizionali

Risultati dell'analisi

Raffronto mercati toro/orso

Risultati con mercati toro

(Jan 1991 to Feb 2000 - Mar 2003 to Jun 2007 - Apr 2009 to May 2011)

	MSCI Cap Weighted	Equal Weighted	Diversity	Minimum Variance	Minimum CVaR	Maximum Sharpe Ratio	Maximum Div.	Fundamental (FTSE-RAFI)
Excess Return	-	0.5%	0.6%	-4.7%	-4.0%	2.9%	-5.4%	1.5%
Annual Return	21.9%	22.4%	22.5%	17.2%	17.9%	24.8%	16.5%	23.4%
Volatility	12.6%	14.4%	13.3%	9.9%	9.7%	12.2%	12.7%	16.3%
CVAR 1m 95%	-6.4%	-6.9%	-6.4%	-4.9%	-4.7%	-5.8%	-6.6%	-7.4%
Sharpe Ratio	1.74	1.55	1.69	1.75	1.84	2.04	1.30	1.44
Beta	1.00	1.05	1.04	0.55	0.57	0.72	0.65	1.12
Tracking Error	-	5.4%	2.6%	9.0%	8.5%	8.9%	10.5%	5.8%

Risultati con mercati orso

(Mar 2000 to Feb 2003 - Jul 2007 to Mar 2009)

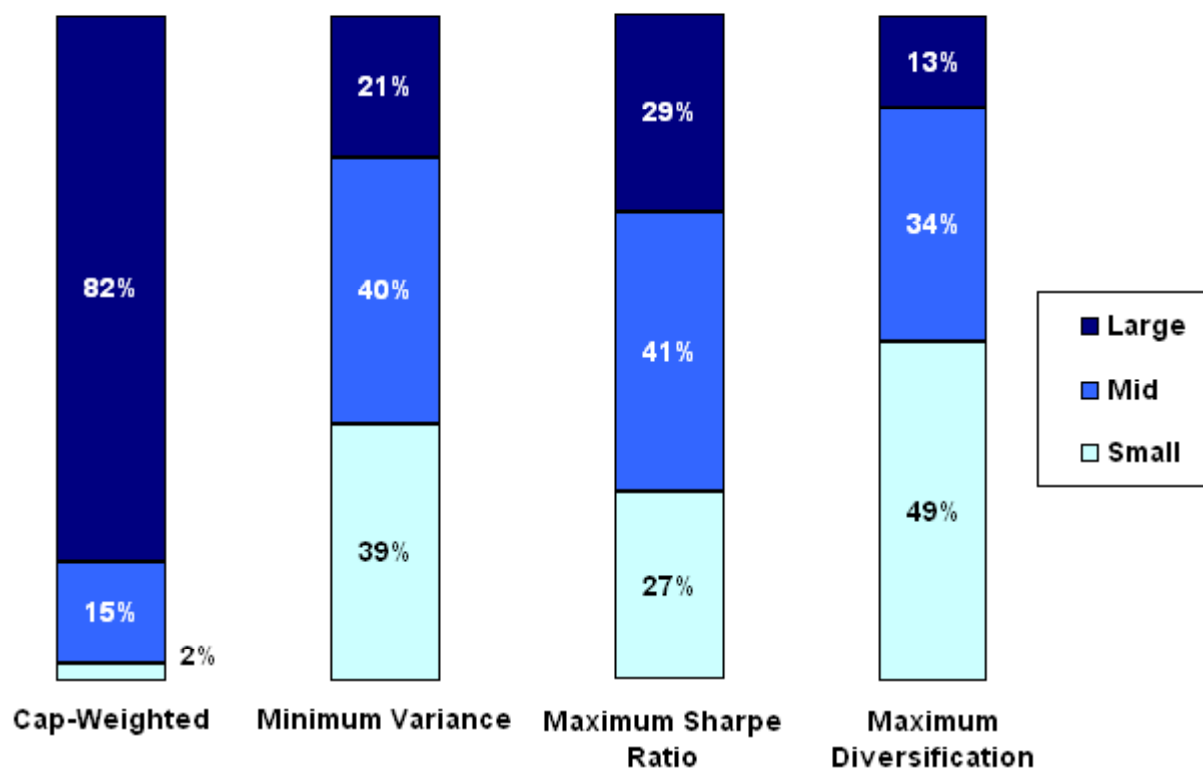
	MSCI Cap Weighted	Equal Weighted	Diversity	Minimum Variance	Minimum CVaR	Maximum Sharpe Ratio	Maximum Div.	Fundamental (FTSE-RAFI)
Excess Return	-	0.0%	0.2%	17.8%	16.8%	12.4%	13.1%	4.6%
Annual Return	-26.2%	-26.2%	-26.0%	-8.4%	-9.4%	-13.8%	-13.1%	-21.6%
Volatility	18.1%	21.5%	19.8%	11.0%	11.1%	14.3%	13.8%	25.4%
CVAR 1m 95%	-12.6%	-16.2%	-14.4%	-7.7%	-8.3%	-10.6%	-9.9%	-13.6%
Sharpe Ratio	-1.45	-1.22	-1.31	-0.77	-0.85	-0.96	-0.95	-0.85
Beta	1.00	1.13	1.07	0.38	0.38	0.53	0.55	1.01
Tracking Error	-	6.9%	3.6%	15.7%	15.3%	14.2%	13.6%	4.4%

Risultati dell'analisi

Distorsioni Small / Mid / Large Cap

Small / Mid / Large caps

Breakdown of Market Cap (whole period)

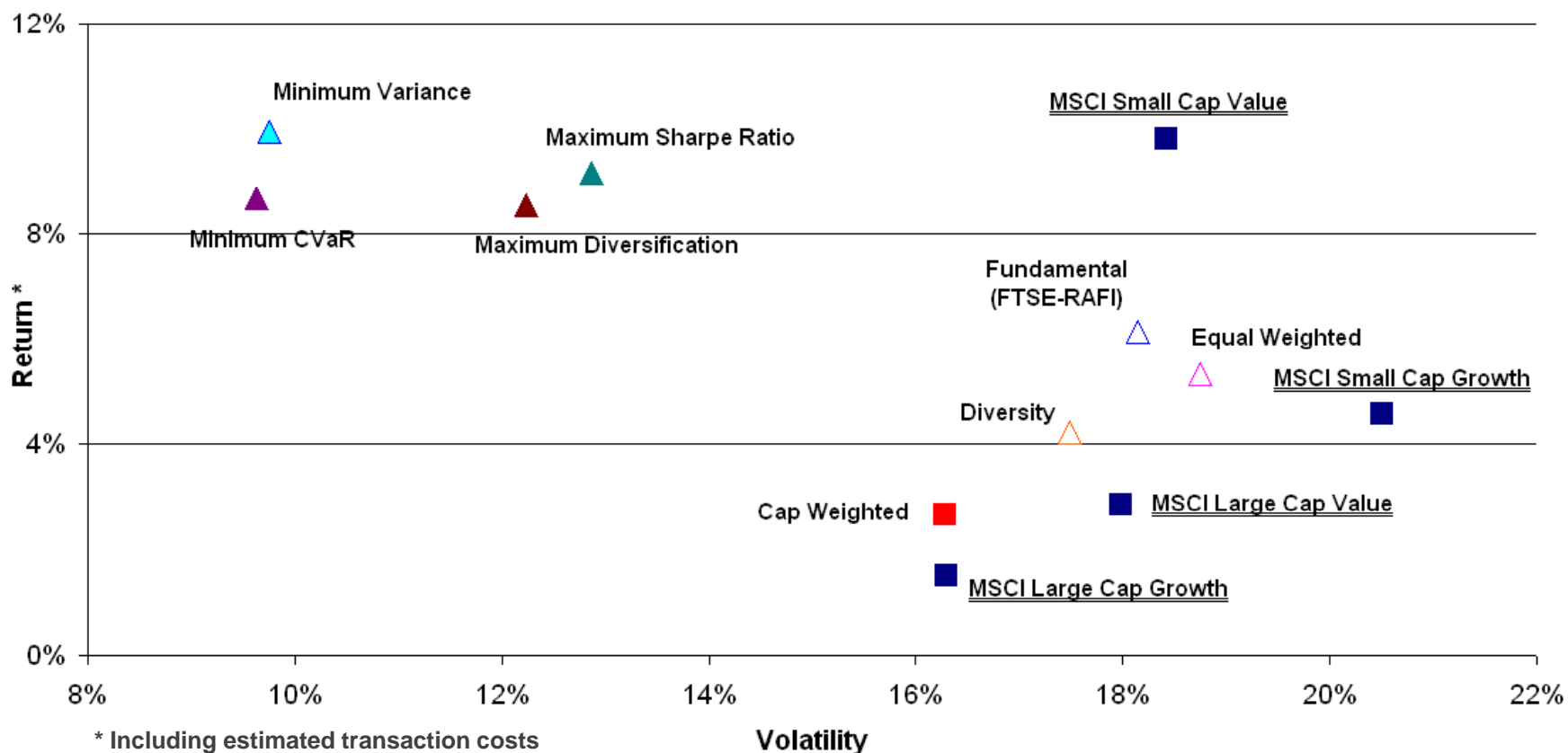


Gli indici alternativi presentano per costruzione delle distorsioni verso titoli small cap e value

Risultati dell'analisi

L'effetto stile/capitalizzazione

Risk/Return: Small/Large - Growth/Value (1999-2011)

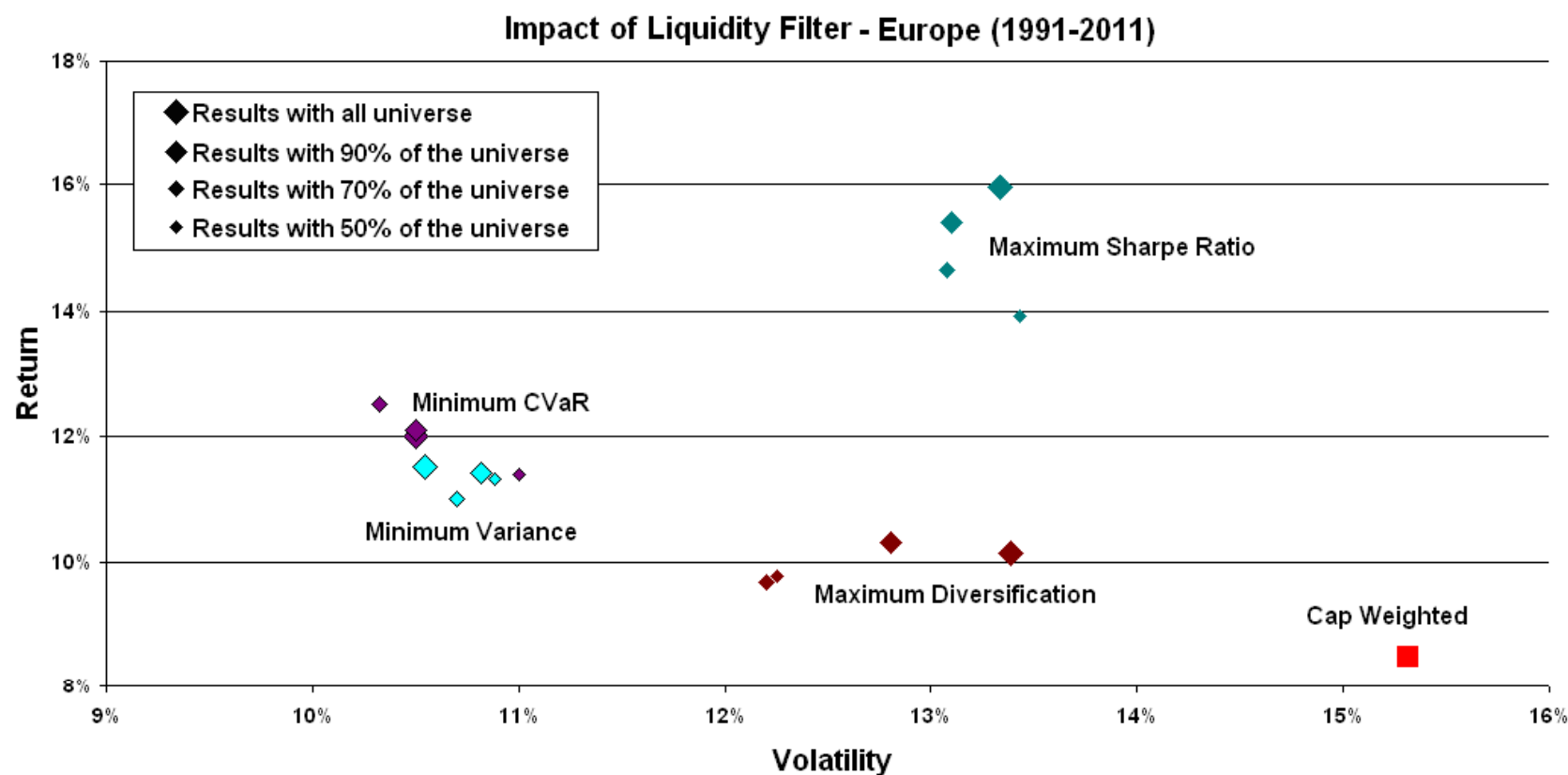


L'effetto small cap e value spiega parte dei buoni risultati, ma non tutto...

Risultati dell'analisi

La liquidità

Sono stati utilizzati 4 universi per la liquidità: 100%, 90%, 70% e 50% dei titoli con la maggiore capitalizzazione appartenenti agli indici tradizionali.



I risultati sono robusti in particolare per le metodologie Minimum Variance e Minimum CVaR

Un investitore, una strategia

Gli indici alternativi non sostituiranno quelli tradizionali

Minore ampiezza

&

Complessità

Ma dovrebbero essere visti come:

Strumenti di diversificazione

&

**Ottimizzatori
rischio/rendimento**

Non esiste una metodologia ottimale per ogni investitore e per ogni investimento azionario

In funzione dei vostri obiettivi dovreste scegliere

Obiettivi:

Limitare le perdite

Generare rendimento

**Massimizzare
L'Information ratio**



Soluzioni:

Minimum Variance

Maximum Sharpe Ratio

Fondamentali

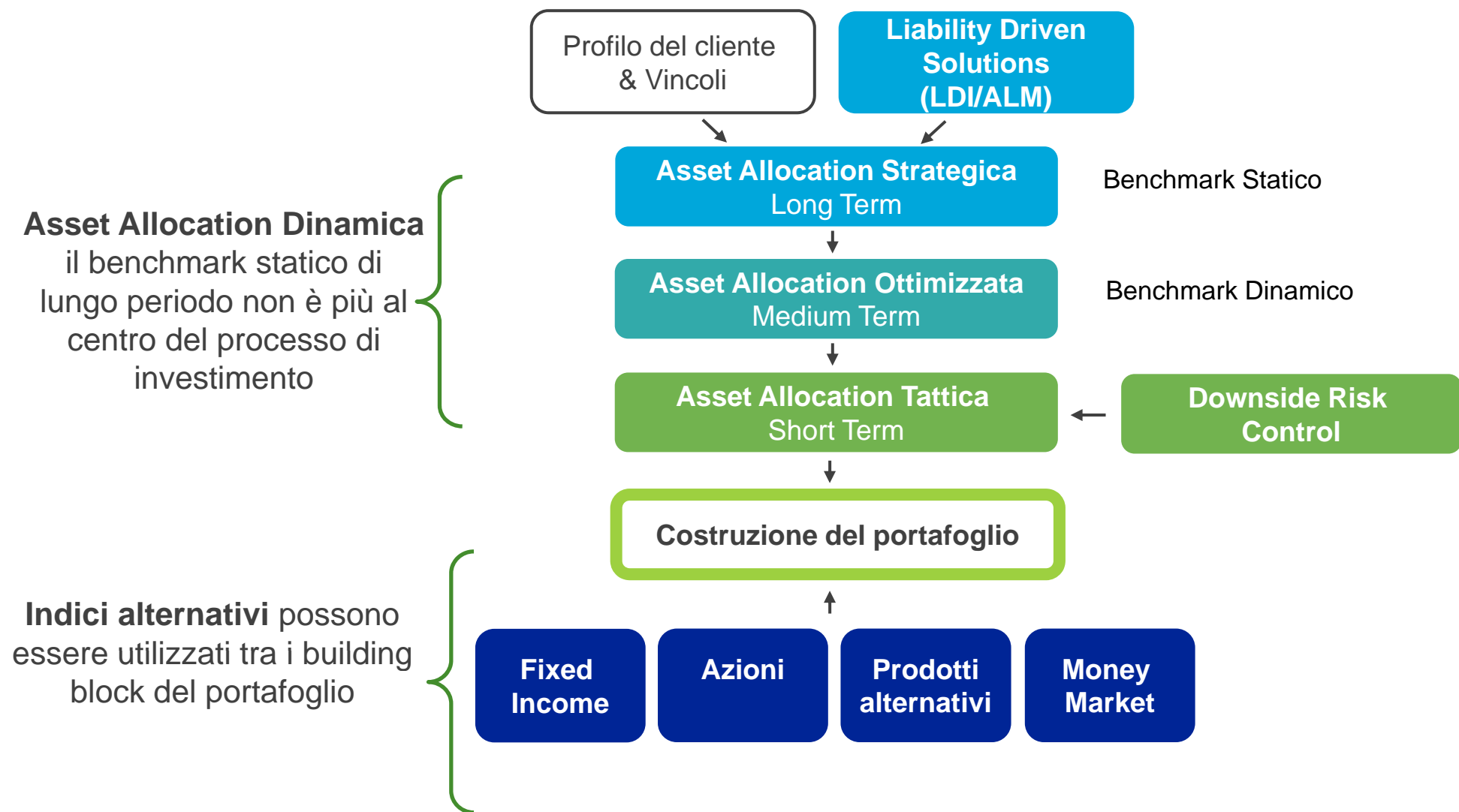
Gli indici obbligazionari alternativi

Gli ultimi sviluppi

- Gli indici alternativi obbligazionari sono meno sviluppati
- Le ragioni:
 - L'aumento delle tecniche di gestione delle passività ha già ridotto l'uso dei benchmark tradizionali
 - La bassa correlazione tra le obbligazioni, anche di tipo diverso, riduce le possibilità di ottimizzazione
 - Le bolle nei mercati obbligazionari hanno portato all'utilizzo di indici che limitano il peso di emittenti o escludono alcuni settori
 - La nascita di indici obbligazionari fondamentali basati sulla forza finanziaria/fiscale di un emittente è molto recente

Conclusioni

Le scelte degli indici sono sottoposte a nuove verifiche



Addresses & Disclaimer

Luxembourg

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
136, route d'Arlon
1150 Luxembourg
Tel.: + 352 2797-1

Belgium

Dexia Asset Management
Belgium
Place Rogier 11
B-1210 Bruxelles
Tel.: + 32 02 222 11 11

France

Dexia Asset Management
France SA
40, rue Washington
75408 Paris Cedex 08
Tel.: + 33 1 53 93 40 00

Australia

Ausbil Dexia Ltd
Veritas House – Level 23
207 Kent Street
Sydney NSW 2000
Tel.: + 61 2 925 90 200

Italy

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Succursale Italiana
Corso Italia 1
20122 Milano
Tel.: + 39 02 31 82 83 62

Spain

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Sucursal en España
Calle Ortega y Gasset, 26
28006 Madrid
Tel.: + 34 91 360 94 75

Switzerland

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
succursale de Genève
2, rue de Jargonant
1207 Genève
Tel.: + 41 22 707 90 00

The Netherlands

Dexia Asset Management
Nederlands bijkantoor
Lichtenauerlaan 102-120
3062 ME Rotterdam
Tel.: + 31 10 204 56 53

Germany

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Zweigniederlassung
Deutschland
An der Welle 4
60422 Frankfurt
Tel.: + 49 69 7593 8823

Canada

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Canadian Representative
Office
155, Wellington Street West
Toronto, Ontario, M5V 3L3
Tel.: + 1 416 974 9055

Bahrain

Dexia Asset Management
Luxembourg S.A., Middle
East
Representative Office
Bahrain Financial Harbour,
Financial Center, West
Harbour
King Faisal Highway
PO Box 75766
Manama
Tel.: + 973 1750 99 00

This document is published purely for the purposes of information, it contains no offer for the purchase or sale of financial instruments does not comprise investment advice and it is not confirmation of any transaction unless expressly agreed otherwise. The information contained in this document was obtained from a number of different sources. Dexia Asset Management exercises the greatest care when choosing its sources of information and passing on this information. Nevertheless errors or omissions in those sources or processes cannot be excluded a priori. Dexia AM cannot be held liable for any direct or indirect damage or loss resulting from the use of this document. The contents of this document may be reproduced only with the prior written agreement of Dexia AM. The intellectual property rights of Dexia AM must be respected at all times.

Warning : If this document mentions the past performances of a financial instrument or index or an investment service, refers to simulations of such past performances or contains data relating to future performances, the client is aware that those performances and/or forecasts are not a reliable indicator of future performances.

Moreover, Dexia AM specifies that:

- in the case where performances are gross, the performance may be affected by commissions, fees and other charges;
- in the case where the performance is expressed in another currency than that of the investor's country of residence, the returns mentioned may increase or decrease as a result of currency fluctuations.

If this document makes reference to a particular tax treatment, the investor is aware that such information depends on the individual circumstances of each investor and that it may be subject to change in the future.

This document does not comprise any investment research as defined in article 24, §1 of Directive 2006/73/CE dated 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/CE of the European Parliament and Council.

If this information is a marketing communication, Dexia AM wants to clarify that it was not designed according to the legal requirements to promote the independence of investment research, and it is not subject to any prohibition on dealing prior to the dissemination of the investment research.

Dexia AM invites the investors to always consult the fund prospectus before investing in a fund. The prospectus and other information relating to the fund are available on our site at www.dexia-am.com.