



Strategie Obbligazionarie: Quali Leve per Creare Valore nel Portafoglio di Investitori Previdenziali

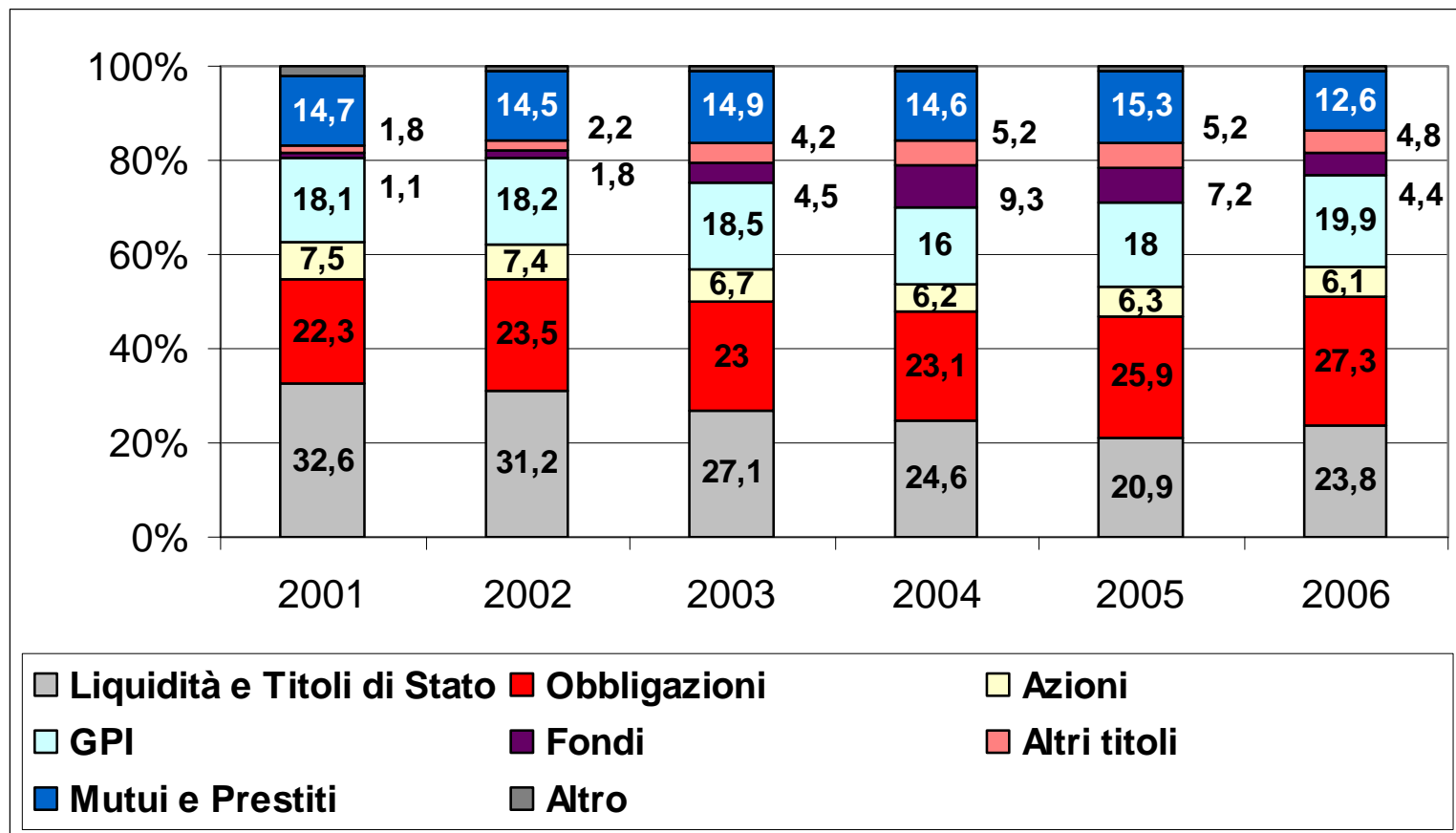
Contenuti

- 1. I Portafogli degli Investitori Previdenziali Italiani**
2. Generali Investments e il Reddito Fisso
3. Le Leve per Creare Valore attraverso Investimenti Obbligazionari

I Portafogli degli Investitori Previdenziali Italiani

Esempio: Casse di Previdenza

Patrimonio totale €35 miliardi

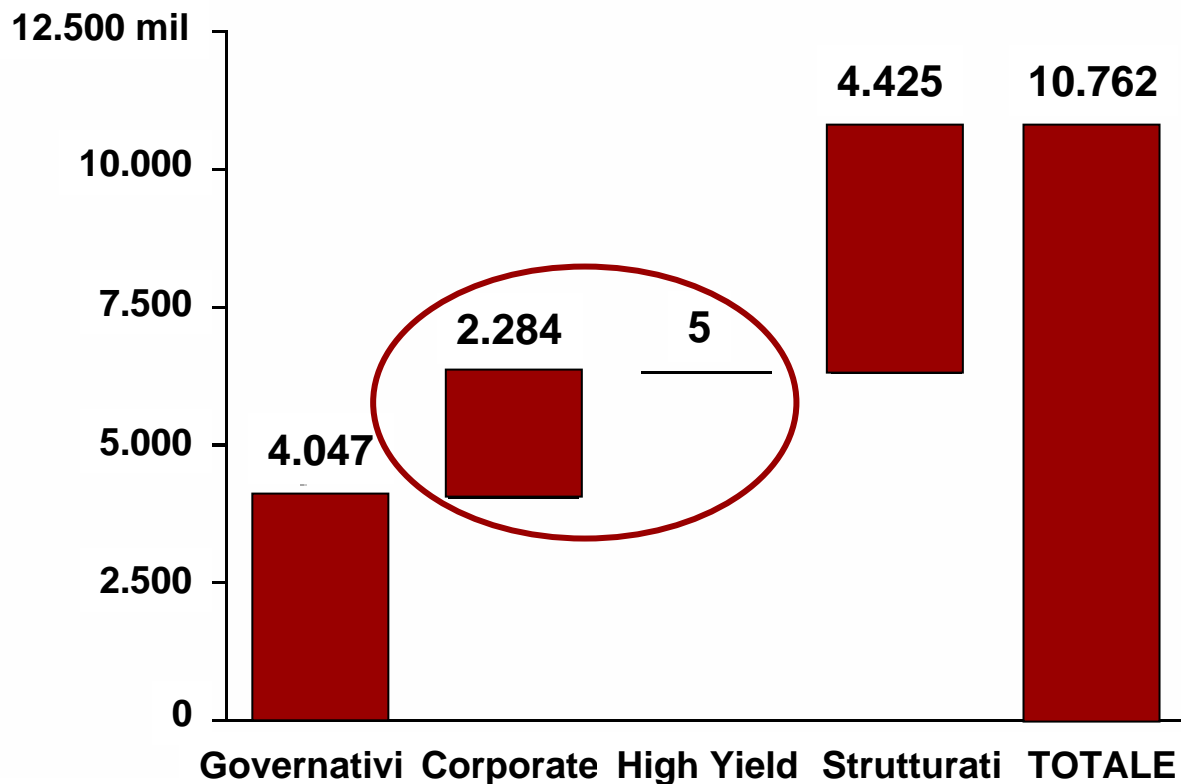


Fonte: Prometeia.

Elaborazioni Prometeia su campione di bilanci 2006, rappresentativi di circa il 100% delle Casse di Previdenza in termini di attivi

La Componente Obbligazionaria

Esempio: Casse di Previdenza



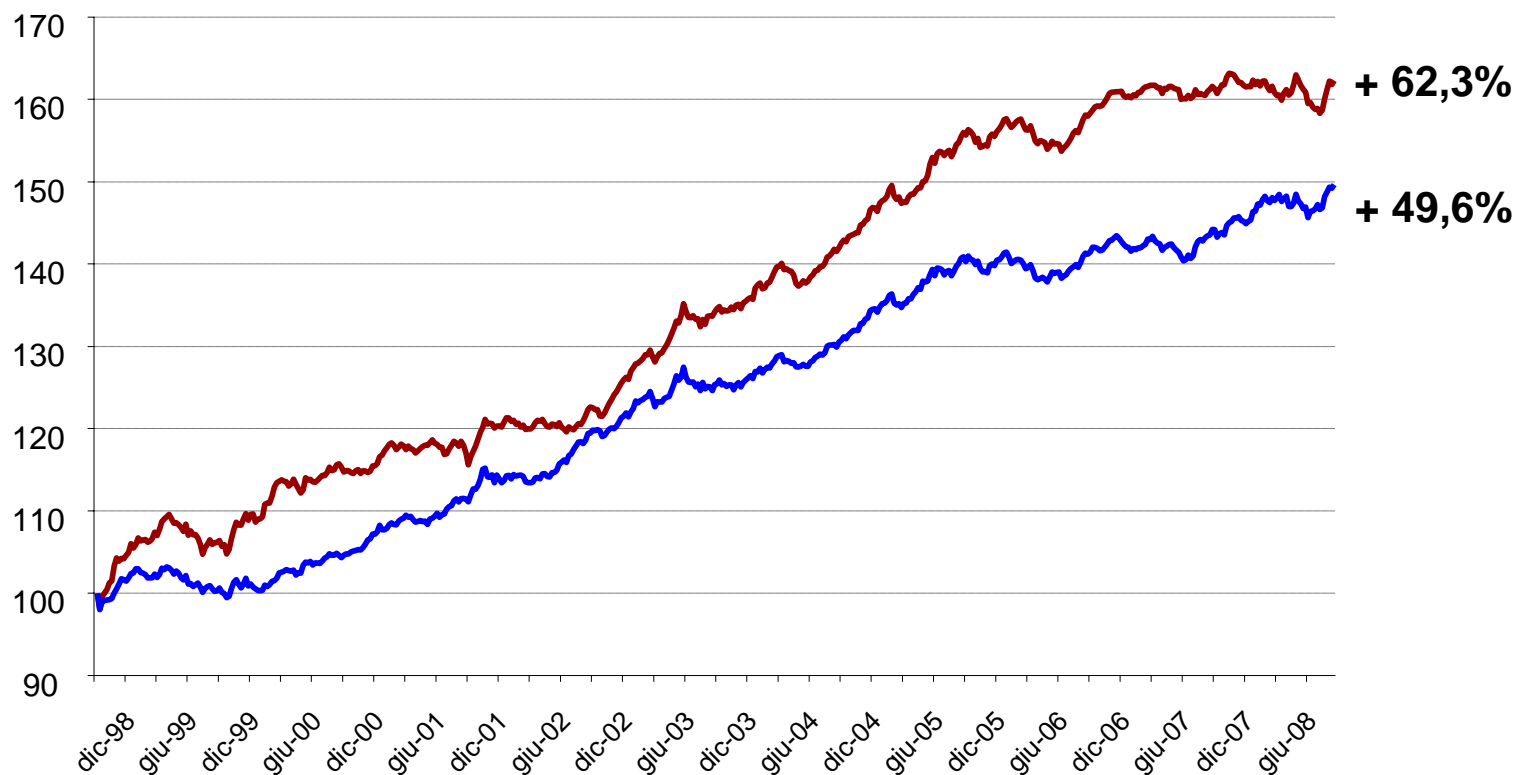
- ✓ Forte esposizione a titoli governativi e liquidità
- ✓ Titoli corporate: 6% sul totale del patrimonio
- ✓ Rendimento ricercato attraverso sofisticati prodotti strutturati
- ✓ **Mancanza di esposizione alle opportunità offerte dal settore del credito**

Fonte: Prometeia.

Elaborazioni Prometeia su campione di bilanci 2006, rappresentativi di circa il 100% delle Casse di Previdenza in termini di attivi

Il Valore della Diversificazione Obbligazionaria

Back-test portafogli su 10 anni



- Portafoglio obbligazionario diversificato senza strutturati (volatilità annua 3%)**
- Portafoglio solo governativo (volatilità annua 2.7%)**

Fonte: Generali SGR. Dati al 29 agosto 2008. Ipotesi: il portafoglio ottimale diversificato è stato costruito attraverso lo studio di frontiera efficiente dettagliato in seguito. Il portafoglio governativo è stato costruito identificando un portafoglio efficiente con solo liquidità e titoli governativi e con la stessa volatilità del portafoglio diversificato. E' stato poi effettuato un backtest dei due portafogli su un periodo di 10 anni

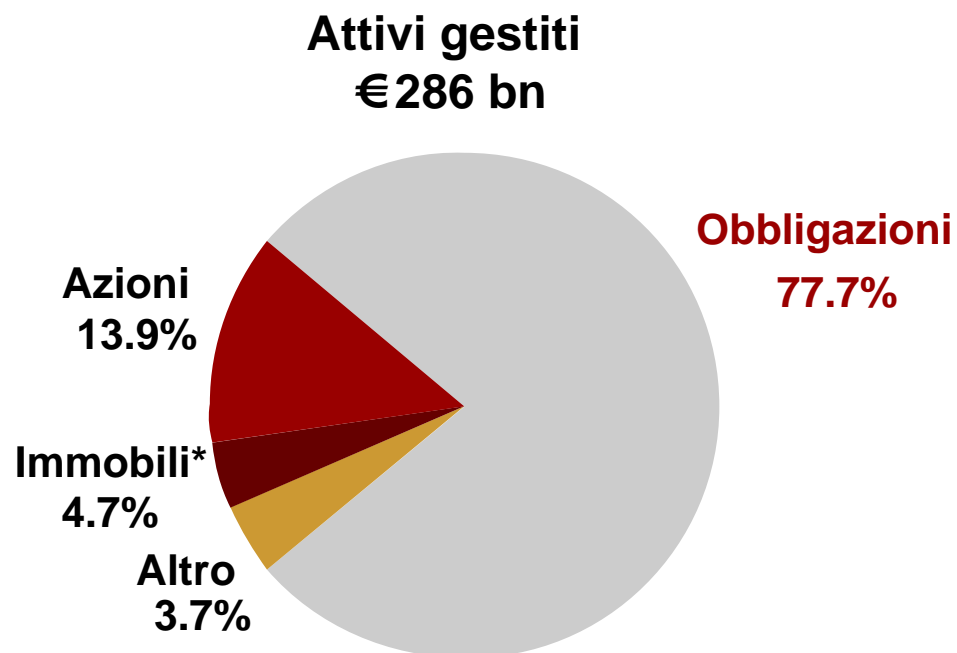
Contenuti

1. I Portafogli degli Investitori Previdenziali Italiani
- 2. Generali Investments e il Reddito Fisso**
3. Le Leve per Creare Valore attraverso Investimenti Obbligazionari

Generali Investments e il Reddito Fisso

Competenze

- Uno dei principali attori in Europa con oltre **€220 miliardi** investiti in strumenti obbligazionari
- **Approccio prudente** con preferenza per titoli di **elevata qualità creditizia**
- **Risorse dedicate a ricerca e gestione** che coprono l'intera gamma delle emissioni obbligazionarie
- **Consolidata conoscenza** del settore legata alle radici assicurative della società



Dati al 31 dicembre 2007

*Include quote di fondi comuni di investimento

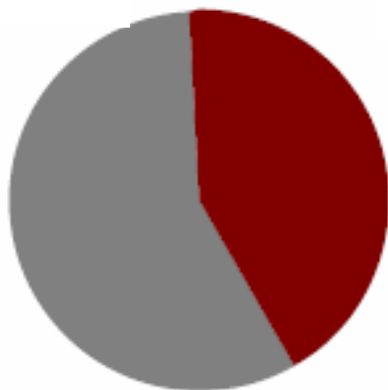
Il Portafoglio Obbligazionario di Generali

Filosofia: sfruttare i benefici della diversificazione con approccio prudente

2007 - Composizione per tipologia (%)

Governativi
57.3

Credito
42.7



2006 Credito 36%

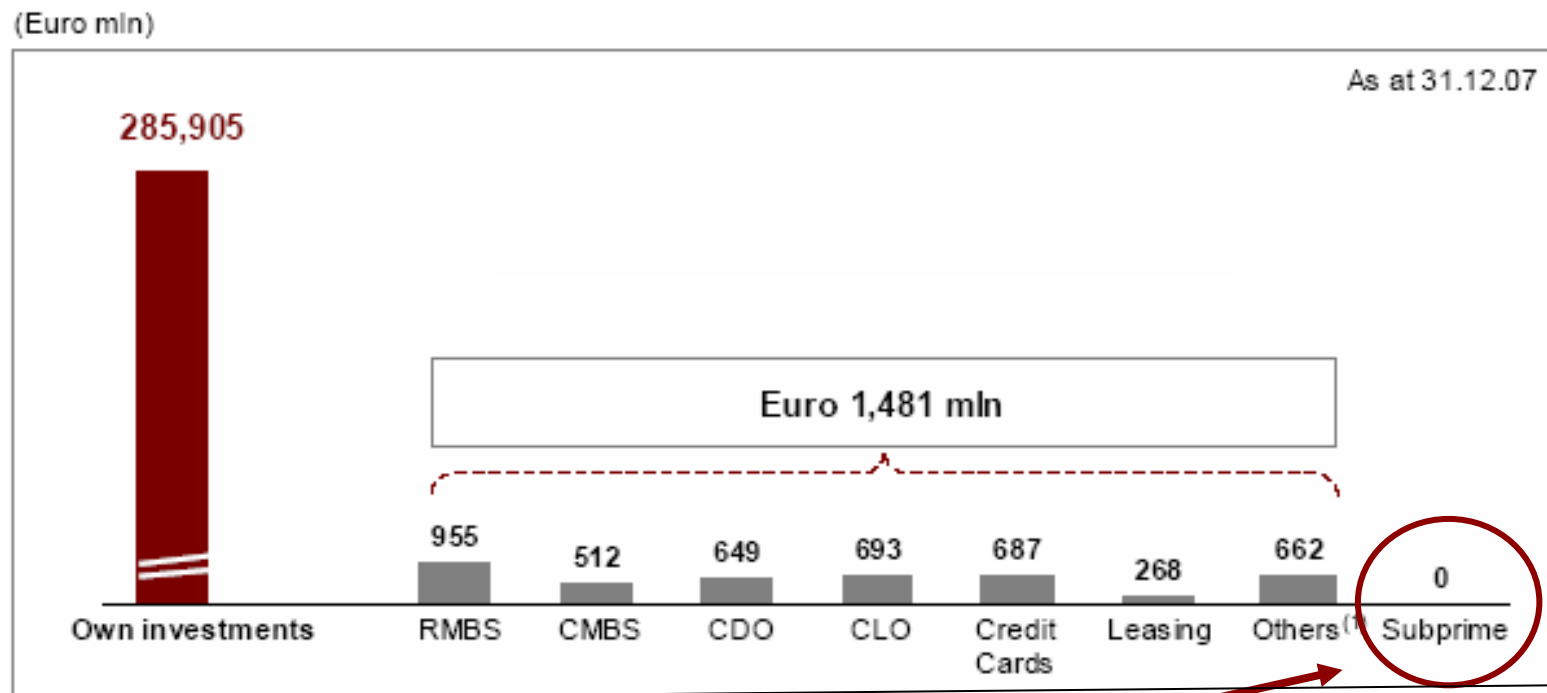
2007 - Composizione per rating (%)

(%)	Total	Government	Corporate
AAA	42.3	47.5	35.7
AA	35.6	45.6	22.7
A	16.6	4.5	32.2
BBB	3.8	0.9	7.5
Not investment grade	0.3	0.2	0.5
Not rated	1.3	1.3	1.4

Fonte: Assicurazioni Generali
Dati al 31 dicembre 2007

L'Importanza della Ricerca

Obiettivo: conoscere per creare valore ed evitare i rischi



- Nessuna esposizione a sub-prime USA
- Esposizione marginale ad assicuratori mono-line USA, circa € 35 milioni

Fonte: Assicurazioni Generali
Dati al 31 dicembre 2007

Contenuti

1. I Portafogli degli Investitori Previdenziali Italiani
2. Generali Investments e il Reddito Fisso
- 3. Le Leve per Creare Valore attraverso Investimenti Obbligazionari**

Costruzione del Portafoglio – Universo di Investimento

Rendimento obiettivo: 5 - 6% annuo

Titoli diversificati

- Emissioni governative
- Titoli corporate Investment Grade
- Titoli High Yield
- Emissioni convertibili
- Titoli Paesi Emergenti

Limiti di investimento

- Titoli corporate < 40%
- Emissioni High Yield, Paesi Emergenti, Convertibili < 10% ciascuno

Duration: gestita in modo tattico

Costruzione del Portafoglio - Input Quantitativi

Il nostro modello quantitativo

Dato un universo investibile il nostro team di gestione quantitativa stima i rendimenti attesi e i premi al rischio delle varie classi di attivo sulla base di analisi storiche. Gli altri parametri considerati sono volatilità e correlazione.

	JPM 3M CASH	EMU Govt 1-3Y	EMU Govt 3-5Y	EMU Govt 5-7Y	EMU Govt 7-10Y	EMU Govt 10+Y	Govt I/L	EMU CORP	Europ. HY	JPM EMBI+	EMU Conv.
Rend. attesi	4,25%	4,28%	4,29%	4,32%	4,46%	4,87%	4,44%	6,17%	6,98%	6,96%	6,71%
Vol. storiche	0,2%	1,2%	2,4%	3,4%	4,2%	6,6%	4,7%	2,7%	4,4%	9,5%	6,4%

Correlazioni

JPM 3M CASH	1,00	0,12	0,07	0,05	0,03	-0,02	0,03	0,00	-0,26	-0,07	-0,12
EMU Govt 1-3Y		1,00	0,97	0,93	0,85	0,66	0,76	0,85	-0,14	0,00	-0,25
EMU Govt 3-5Y			1,00	0,99	0,94	0,78	0,84	0,91	-0,12	0,01	-0,24
EMU Govt 5-7Y				1,00	0,98	0,86	0,88	0,93	-0,11	0,02	-0,22
EMU Govt 7-10Y					1,00	0,93	0,90	0,93	-0,10	0,06	-0,21
EMU Govt 10+Y						1,00	0,87	0,85	-0,03	0,16	-0,17
Govt I/L							1,00	0,84	-0,10	0,02	-0,18
EMU CORP								1,00	0,12	0,11	-0,11
Europ. HY									1,00	0,25	0,48
JPM EMBI+										1,00	0,12
EMU Conv.											1,00

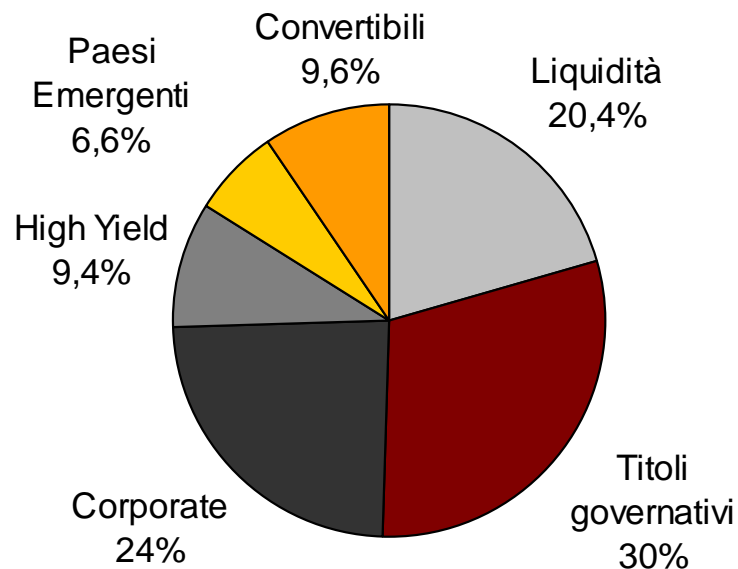
Costruzione del Portafoglio - Input Quantitativi

Asset classes	Ipotesi		Portafogli sulla frontiera efficiente																				AA strat.
	Rend.	Vol.	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	
JPM 3M CASH	4,3%	0,2%	98,2	95,0	91,2	87,5	83,7	79,9	76,1	72,4	68,6	64,7	60,5	55,9	51,0	45,9	40,7	35,4	30,0	24,6	19,1	12,2	20,4
EMU Govt 1-3Y	4,3%	1,2%	0,5					0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	0,8	1,7	2,7	3,8	4,6	5,0	5,2	4,8	3,4	1,4	3,7
EMU Govt 3-5Y	4,3%	2,4%											0,0	0,1	0,2	0,3	0,5	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,7
EMU Govt 5-7Y	4,3%	3,4%													0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,7	0,4
EMU Govt 7-10Y	4,5%	4,2%	0,0							0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,6	0,8	1,1	1,5	1,7	1,7	1,1	1,7
EMU Govt 10+Y	4,9%	6,6%	0,1					0,0	0,1	0,2	0,4	0,7	1,0	1,5	2,2	3,2	4,5	6,3	8,7	12,3	18,0	31,6	16,7
Govt I/L	4,4%	4,7%	0,0							0,0	0,1	0,2	0,4	0,8	1,2	1,8	2,5	3,3	4,2	5,2	6,1	6,2	5,8
EMU CORP	6,2%	2,7%	0,0	2,6	5,1	7,7	10,2	12,7	15,1	17,4	19,4	21,4	23,0	24,1	24,9	25,4	25,7	25,6	25,2	24,7	23,7	21,1	24,0
Europ. HY	7,0%	4,4%	1,0	1,7	2,4	3,1	3,8	4,5	5,2	5,8	6,4	6,8	7,1	7,5	7,9	8,2	8,6	8,9	9,2	9,3	9,4	8,4	9,4
JPM EMBI+	7,0%	9,5%	0,0	0,2	0,4	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,6	1,9	2,2	2,6	3,1	3,6	4,1	4,7	5,4	6,0	6,8	7,8	6,6
EMU Conv.	6,7%	6,4%	0,1	0,4	0,8	1,2	1,6	2,0	2,4	2,9	3,4	4,0	4,8	5,6	6,4	7,2	7,9	8,6	9,1	9,6	9,5	8,5	9,6
Composizione																							
Cash			98,2	95,0	91,2	87,5	83,7	79,9	76,1	72,4	68,6	64,7	60,5	55,9	51,0	45,9	40,7	35,4	30,0	24,6	19,1	12,2	20,4
Govt. Bond			0,6					0,0	0,1	0,3	0,7	1,3	2,4	4,2	6,7	9,7	13,1	16,8	21,1	25,8	31,4	42,0	30,1
Corp. Bond			1,1	4,6	8,0	11,3	14,7	18,1	21,4	24,5	27,4	30,0	32,3	34,2	35,9	37,2	38,3	39,2	39,8	40,1	39,9	37,3	39,9
Convertibles			0,1	0,4	0,8	1,2	1,6	2,0	2,4	2,9	3,4	4,0	4,8	5,6	6,4	7,2	7,9	8,6	9,1	9,6	9,5	8,5	9,6
Statistiche																							
Rend. ass. annuo			4,28%	4,36%	4,45%	4,53%	4,61%	4,69%	4,77%	4,85%	4,93%	5,00%	5,07%	5,14%	5,20%	5,26%	5,32%	5,37%	5,42%	5,47%	5,51%	5,52%	5,50%
Volatilità annua			0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,2%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	2,1%	2,5%	3,2%	2,4%
Sharpe ratio			0,21	0,62	0,82	0,89	0,92	0,93	0,93	0,93	0,91	0,90	0,88	0,85	0,82	0,78	0,73	0,69	0,64	0,58	0,51	0,40	0,53
Duration			0,3	0,4	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,6	3,0	3,4	3,8	4,4	5,2	6,8	5,1

Ottimizzazione Assoluta Ricampionata
Orizzonte temporale 1 anno
Obiettivo Rend. Atteso 5.5%
Vincoli Corp. Bond < 40%
 High yield, EMBI+, Convertibles < 10%

Portafoglio Consigliato in base al Rendimento Obiettivo

Diversificare per cogliere più opportunità e ridurre la volatilità



Classe di attivo	%
Liquidità 3 mesi	20,4
EMU Govt 1-3Y	3,7
EMU Govt 3-5Y	1,7
EMU Govt 5-7Y	0,4
EMU Govt 7-10Y	1,7
EMU Govt 10+Y	16,7
Govt I/L	5,8
EMU Corporate	24,0
Europ. High Yield	9,4
Paesi Emergenti	6,6
EMU Convertibili	9,6

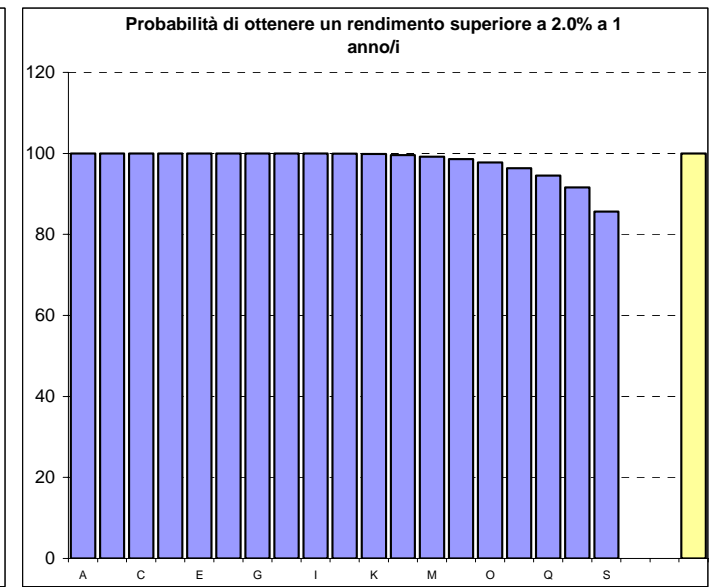
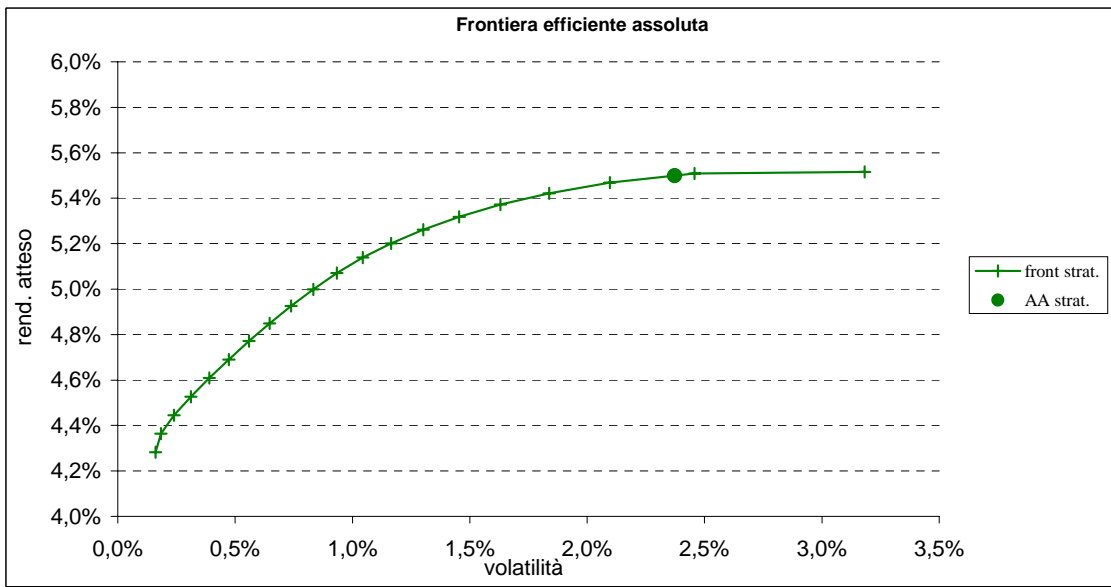
Statistiche	
Rendimento annuo	5,50%
Volatilità annua	2,4%
Sharpe Ratio	0,53
Duration	5,1

Costruzione del Portafoglio - Input Quantitativi

Probabilità di shortfall

Rendimento minimo al	Probabilità di ottenere un rendimento superiore a																				AA strat.	
	1 anno/i																					
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T		
0,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,8	99,4	98,5	95,4	98,8	
1,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,8	99,5	99,0	98,1	96,2	91,5	96,7
2,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,8	99,6	99,2	98,6	97,7	96,4	94,5	91,6	85,7	92,3	
3,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,7	99,4	99,0	98,4	97,5	96,5	95,2	93,7	91,9	89,7	87,1	83,6	77,6	84,4	
4,00%	95,4	97,1	96,3	94,8	93,3	91,9	90,7	89,6	88,5	87,5	86,4	85,2	83,8	82,3	80,7	78,9	77,0	74,8	72,1	67,5	72,7	
5,00%	0,0	0,0	1,3	7,3	16,9	26,6	34,8	41,2	46,2	50,0	52,9	55,0	56,5	57,6	58,2	58,6	58,4	57,8	56,1	57,9		

Rendimento minimo al	Probabilità di ottenere un rendimento superiore a																				AA strat.
	3 anno/i																				
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	
0,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,8	100,0
1,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,1	99,9
2,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,7	99,1	96,7	99,3	
3,00%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,8	99,6	99,2	98,6	97,5	95,5	90,6	96,0	
4,00%	99,8	100,0	99,9	99,8	99,5	99,2	98,9	98,5	98,1	97,7	97,1	96,5	95,6	94,6	93,3	91,8	90,0	87,7	84,5	78,5	85,2
5,00%	0,0	0,0	0,0	0,6	4,9	14,0	24,9	35,0	43,4	49,9	55,0	58,7	61,2	63,0	64,0	64,6	64,7	64,4	63,3	60,5	63,6



Costruzione del Portafoglio – Input Qualitativi

Combinazione di approccio top-down e bottom-up

Approccio top-down:

- Comitato Europeo: previsione principali variabili macroeconomiche, analisi trend dei mercati finanziari e proposte di asset allocation strategica;
- Comitato Investimenti: principali linee guida gestionali;
- Comitato strategie di tasso e di credito: analisi tattica su view su tassi (Duration e Yield Curve), credito (spread per asset class) e valute.

Approccio bottom-up:

Il gestore implementa la strategia e procede alla selezione di settori ed emissioni.



Strategie di Investimento – Tassi di Interesse

Strategie di Duration

Strategie direzionali legate all'andamento dei tassi di interesse; le decisioni dipendono da:

- variabili macroeconomiche e politiche monetarie;
- situazione di mercato;
- previsioni sui tassi;
- profilo di rischio del portafoglio.

Scenario

Alla luce di crescita economica difficile, investimenti e consumi deboli, inflazione non a livelli allarmanti, si attende un taglio dei tassi da parte della BCE a partire dal 2009. Si suggerisce di incrementare l'esposizione al rischio tasso.



Strategie di Investimento – Tassi di Interesse

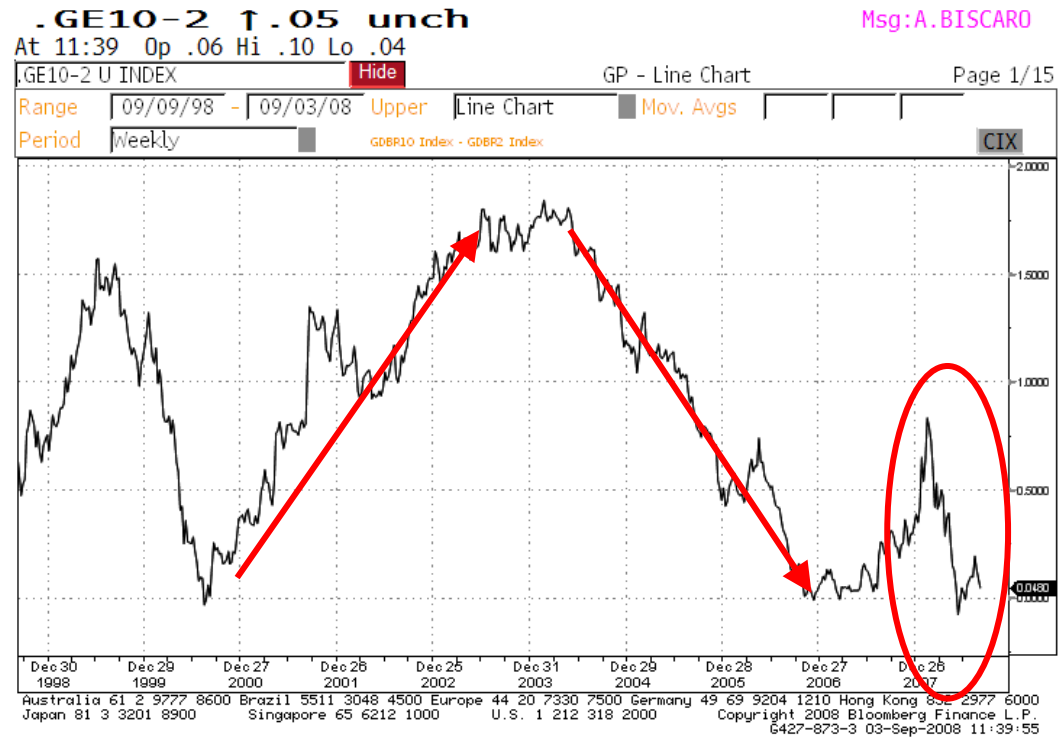
Strategie di Curva

Le decisioni di posizionamento lungo la curva dei rendimenti dipendono da:

- andamento congiuntura macroeconomica e politiche monetarie;
- previsioni sui tassi.

Scenario

L'approccio fondamentale, orientato al lungo periodo, è l'elemento principale per le scelte di gestione, anche il market timing è importante. Esempio l'aumento dello spread 10-2 anni curva Euro (nel grafico l'andamento negli ultimi 10 anni) ha registrato una falsa partenza nella prima parte del 2008. Al momento non si attendono politiche monetarie decise e, quindi, non ci sono raccomandazioni specifiche.



Strategie di Investimento – Tassi di Interesse

Strategie di Relative Value

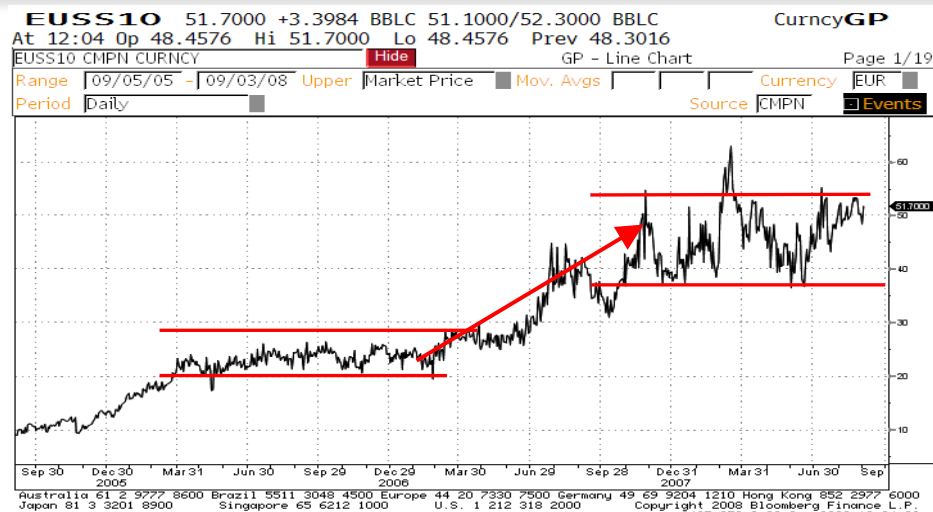
Sfruttano convergenza o allargamento tra tassi e/o spread. Ci sono due aree principali:

- settori (governativo, agenzie gov ed enti sovranazionali);
- diverse curve dei tassi e/o aree geografiche.

Scenario

1° grafico - Spread tra tassi swap (supranational, agenzie) e tassi governativi a 10 anni

2° grafico - Spread tra bund e BTP 10 anni
Entrambi si sono allargati negli ultimi 12 mesi e potrebbero rappresentare un'opportunità di relative value.



Strategie di Investimento – Settore Corporate

View macro sui mercati

- Guida la scelta di sovra/sotto esposizione al mercato del credito

Input Ricerca + Gestore

- Decide l'allocazione settoriale in base alle valutazioni dei fondamentali e dei credit spread settoriali
- Procede alla selezione di singole emittenti in base all'analisi sui fondamentali/merito creditizio
- Individua i singoli titoli in base alle loro caratteristiche (scadenza, dimensione dell'emissione, valutazione di eventuali opzioni call/put, livello di subordinazione) tenendo in considerazione anche fattori tecnici (relative value analysis)

Strategie di Investimento – Settore Corporate

Fonti di Ricerca

- Ricerca interna
- Report finanziari sulle società
- Pubblicazioni di agenzie di rating (Moody's, S&P)
- Ricerca esterna
- Documenti e siti delle Autorità di Vigilanza competenti
- Incontri e conference call con aziende, spesso condivisi con analisti azionari

Analisi del business

- Proprietà, qualità del management
- Entità emittente, livello di subordinazione
- Settore/i
- Presenza geografica
- Posizione competitiva
- Rischi di tecnologia; regolamentazione; litigation; LBO;

Profilo finanziario

Revisioni periodiche:

- Dati finanziari
- Analisi di liquidità, scadenze del debito
- Analisi dei covenants

Situazioni speciali:

- Elaborazioni legate a potenziali M&A
- Ricerca su nuove emissioni

Analisi di mercato

- Relative value tra emittenti diverse e emittenti dello stesso gruppo
- Relative value vs Credit Default Swap e indici sintetici
- Ripidità della Curva Credito
- Valutazione di embedded options

Strategie di Investimento – Settore Corporate

Credit market performance - 2001/2008

(spread on risk free asset)

— - Industrials All All Govt Sp... — - Financials All All Govt Spread



Fonte: JPM Dataquery

Strategie di Investimento – Settore Corporate

Scenario attuale

- Cautela e selettività indispensabili nello scenario attuale
- Privilegiare il mercato primario (da inizio anno le nuove emissioni hanno sovraperformato). Cautela su titoli a lunga scadenza ed emittenti con rating basso

Settori preferiti

- Finanziario
- Utility non cicliche e società energetiche con rating elevato
- Assicurativi senior: combinazione di valutazioni interessanti e basso rischio di nuove emissioni
- Telecomunicazioni. I fondamentali stanno deteriorandosi e ci attendiamo emissioni da settembre. Favorite le scadenze a medio/breve periodo

Strategie di Investimento – Settore High Yield

Diversificazione delle Componenti del Portafoglio

Componente Value

Obiettivo: stabilizzare il rendimento del portafoglio in periodi di elevata volatilità

Titoli con un basso rischio di default nell'universo HY e/o un rendimento aggiustato per il rischio superiore alla media del settore

Componente Growth

Obiettivo: individuare emissioni con potenzialità di performance superiori alla media del mercato

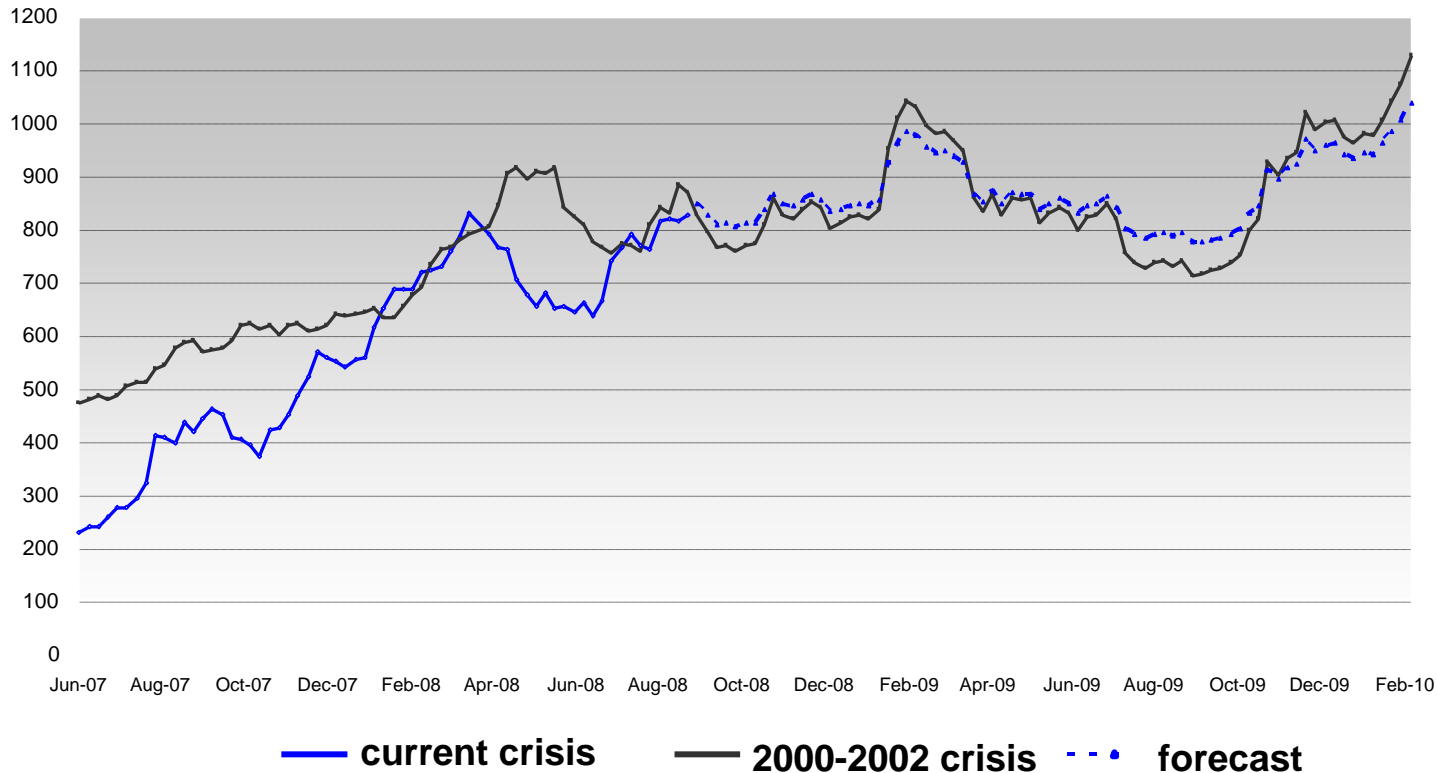
Titoli rating B, analizzati e selezionati per possibilità di massimizzare il rendimento atteso nel medio-lungo periodo

Componente Passiva

Titoli non attivamente analizzati. Emittenti con un basso spread di credito, di settori industriali molto maturi o con un elevato rischio sistematico

Strategie di Investimento – Settore High Yield

Global Weekly High Yield Spreads - 2000/2002 vs Actual



Agli attuali livelli di spread nell'indice high yield default swap, il mercato sconta una probabilità di default cumulata su 5 anni di circa 40%* o 8%* annuo nei 5 anni.

Dati al 28 agosto 2008

Fonte: Merrill Lynch;

stime Generali (*assumendo 40% recovery rate)

Strategie di Investimento – Settore High Yield

		Tasso di Default				
		7%	8%	9%	10%	11%
Tasso di Recupero	0%	4.21%	1.42%	-1.46%	-4.31%	-7.15%
	10%	4.71%	2.17%	-0.46%	-3.06%	-5.65%
	20%	5.21%	2.92%	0.54%	-1.81%	-4.15%
	30%	5.71%	3.67%	1.54%	-0.56%	-2.65%
	40%	6.21%	4.42%	2.54%	0.69%	-1.15%

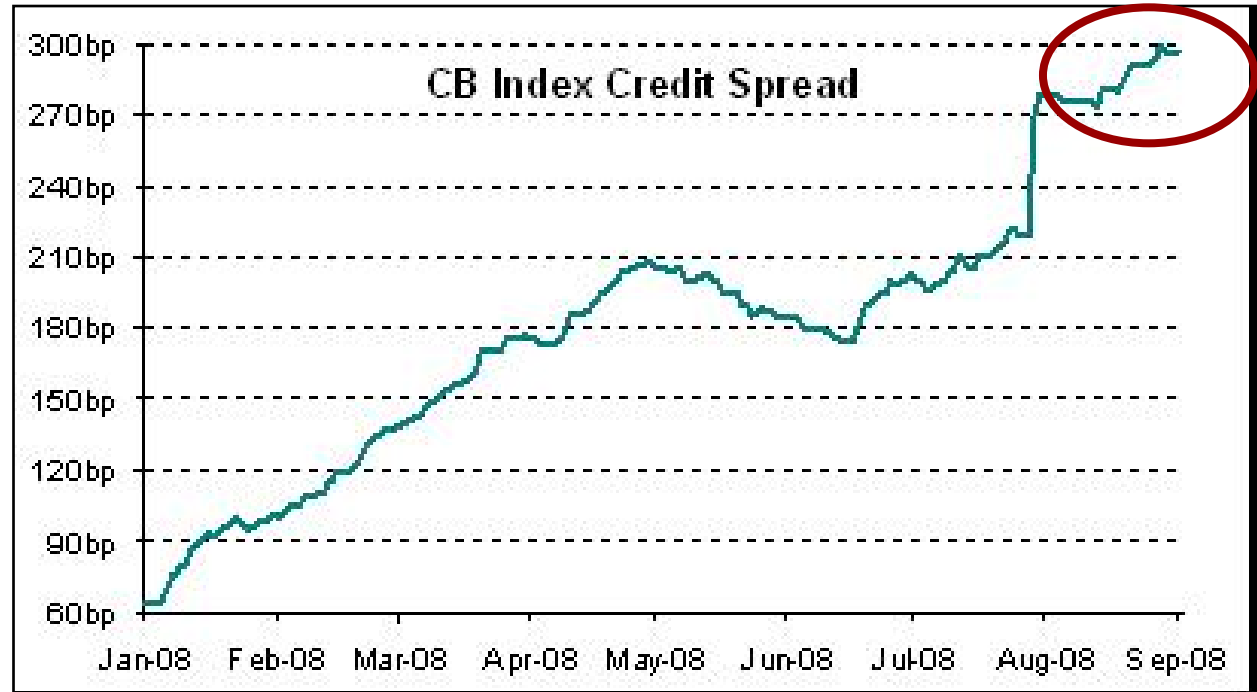
Rendimento annualizzato dell'investimento in un portafoglio diversificato di high yield, ipotizzando che un certo numero di default accada istantaneamente. La nostra ipotesi è che i default riguardino la parte più rischiosa del portafoglio. A parità di movimenti negli spread di credito, i rendimenti diventano negativi con default superiori al 9% e recovery rate inferiori al 20%.

Dati al 15 agosto 2008
 Fonte: Merrill Lynch HEAC
 Elaborazione: Generali

Strategie di Investimento – Convertibili

Perchè investire ora?

- Spread a livelli molto elevati
- Valutazioni azionarie interessanti
- Esposizione parziale alla crescita dei mercati azionari
- In caso di ribasso dei mercati azionari, protezione del capitale a scadenza e flusso cedolare



Informazioni Importanti

Le informazioni fornite nel presente documento non costituiscono offerta o sollecitazione all'acquisto o vendita degli strumenti finanziari ivi descritti o a partecipare ad una strategia di trading.

Il documento è stato redatto esclusivamente a fine informativo, con l'obiettivo di fornire un concreto supporto tecnico, qualora foste interessati al tipo di investimento descritto. Le informazioni non hanno la presunzione di essere esaustive dell'argomento trattato. Resta fermo il dovere di leggere attentamente il prospetto informativo, prima di aderire all'investimento.

Nessuna assicurazione viene rilasciata in merito al fatto che i rendimenti sopra evidenziati siano indicativi di quelli ottenibili in futuro. Un eventuale cambiamento delle ipotesi di base, assunte per descrivere il rendimento sopra illustrato, comporta una modifica del risultato proposto.

Qualunque riproduzione di queste informazioni per intero o in parte è proibita.

GENERALI Investments è esonerata da ogni responsabilità relativa all'improprio utilizzo delle informazioni qui contenute.

© 2008 - GENERALI Investments