



## Trend in atto: un confronto fra Europa e Stati Uniti con focus sul comparto obbligazionario

**Antonio Bottillo**

*Executive Managing Director*

**Michele Arezzi**

*Director Institutional*

Natixis Global Associates

**1** Natixis e il gruppo BPCE

**2** Loomis Sayles

**3** Recenti tendenze nel mercato istituzionale: un raffronto fra Europa e Stati Uniti

**4** Un esempio concreto: l'approccio Multisector

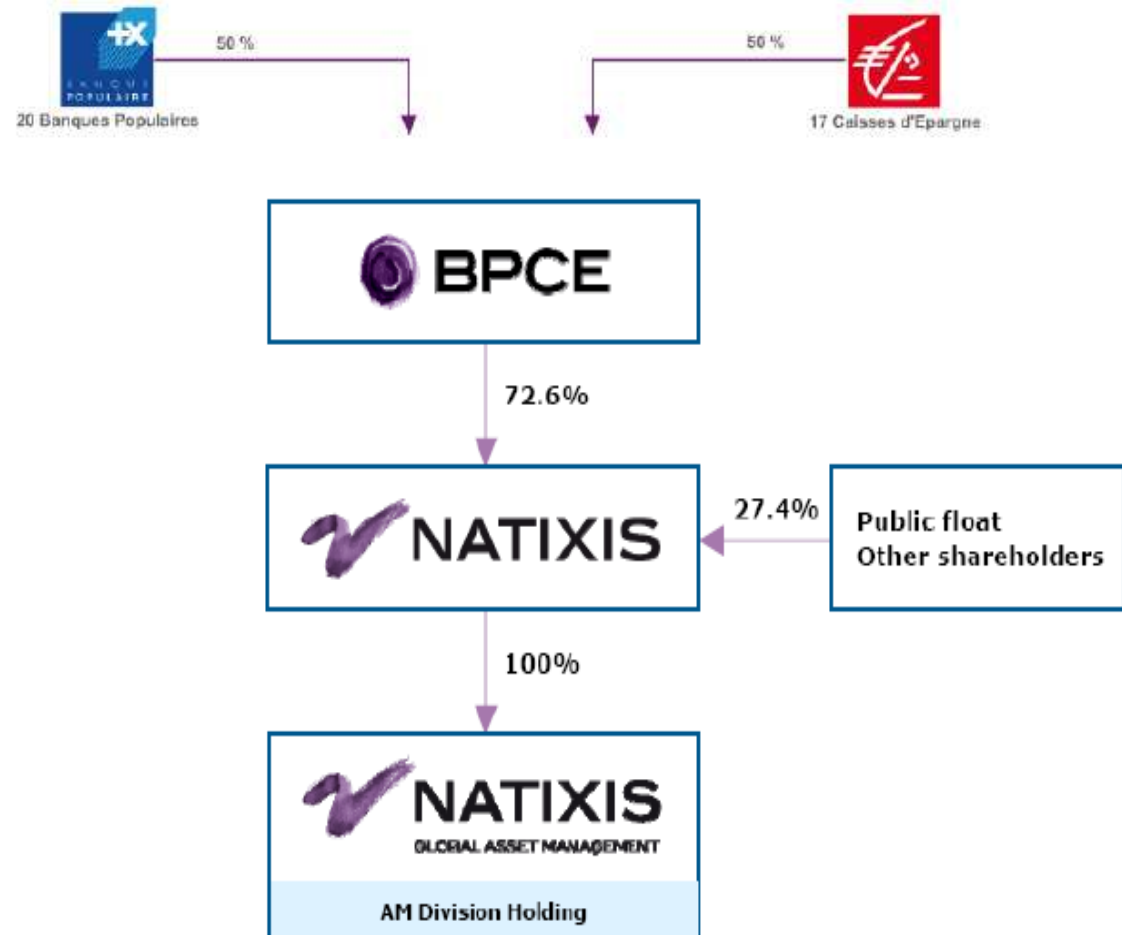
- Appendice
  - ▶ Loomis Sayles Multisector Income Fund
  - ▶ Contatti
  - ▶ Disclaimer

# 1. Natixis e il Gruppo BPCE

Nel 2009 i due azionisti storici di Natixis, il gruppo delle Banche Popolari e quello delle Casse di Risparmio, si sono fusi creando il secondo più grande gruppo bancario di Francia: BPCE

- 37 milioni di clienti
- 8.200 filiali
- 120.000 dipendenti
- 22% dei depositi francesi

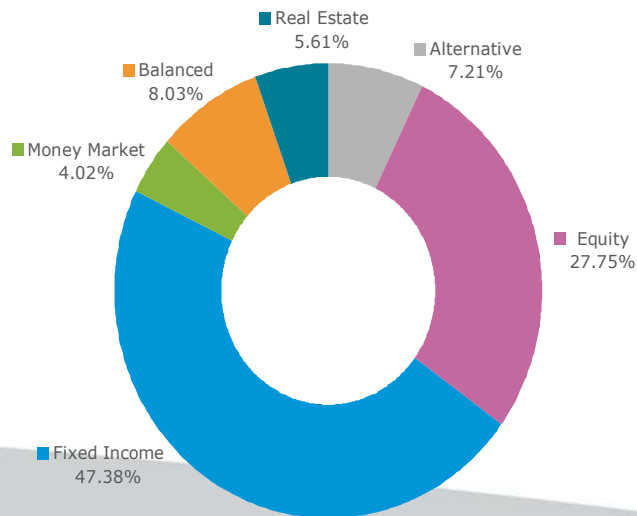
Natixis è la divisione di Investment Management e Investment Banking del Gruppo, è quotata sul CAC40, ha un rating di A+ per S&P e Aa3 per Moody's.



- 2932 dipendenti al livello globale, € 540 mld in gestione
- Un modello multi-boutique, federativo
- Ognuna delle nostre società prodotto gestisce gli asset dei nostri clienti in maniera indipendente
- Ognuna delle nostre società prodotto è specializzata in una determinata area geografica e/o asset class

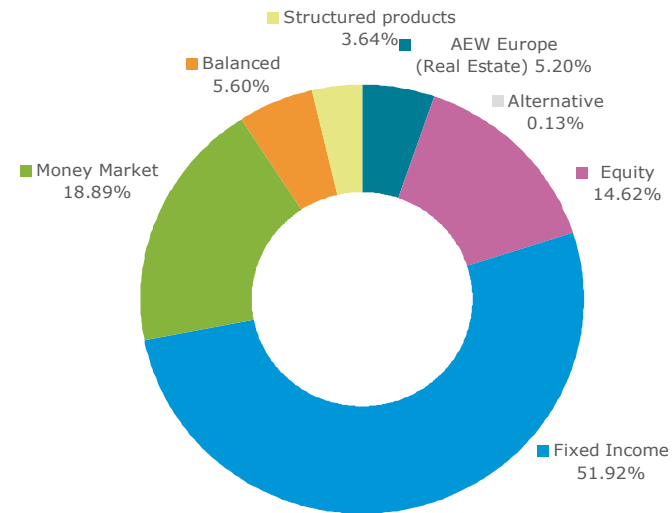
Area USA / Asia

€ 219.10 mld



Area Europa

€ 318.90 mld



- **Perchè abbiamo scelto questa società prodotta per confrontare il mercato Europeo e quello Americano sul fixed income**
  - ▶ \$152 mld in gestione (AUM) - \$136 mld in obbligazionario, 526 dipendenti
  - ▶ \$57 milioni destinati alla ricerca per il solo 2011
  - ▶ Esperienza diretta di Loomis Sayles in USA e di Natixis AM in Europa
  - ▶ Dedicato al mondo istituzionale
  
  - ▶ Analizziamo e monitoriamo
    - » 81 paesi
    - » 1058 corporates e 242 prestiti bancari
  - ▶ Copriamo il mercato obbligazionario al livello globale con la nostra ricerca
    - » 96% degli emittenti di credito investment grade del Barclays Capital Corporate Index
    - » 86% degli emittenti di credito investment grade del Barclays Capital Global Aggregate Credit Index
    - » 87% degli emittenti di credito high yield del Barclays Capital High Yield Index

- A) Allargamento del “Core” tradizionalmente inteso  
Due fenomeni come conseguenza della crisi del debito sovrano:  
*Creditizzazione dei governativi e migrazione del rapporto rischio/rendimento*
  
- B) Il dilemma dei rendimenti
  
- C) Da locale a globale
  
- D) Revisione dei benchmark come reazione alla crisi del debito sovrano
  
- E) Liquidità e trasparenza: il dopo 2008

- La *Creditizzazione* dei governativi: **in Europa**
  - Ogni singolo paese UE è adesso trattato separatamente dagli altri > necessaria un’analisi specifica del merito creditizio
    - ▶ Rendimento decennale Aprile 2011: Germania +0.60%, Portogallo -5,65%
  - Situazione finora sconosciuta agli investitori > nuovi e maggiori rischi sono inevitabili – ristrutturazioni per esempio
  - I corporate diventano parte del “core” e aumentano nei portafogli istituzionali > in Europa supportati da fattori tecnici, in USA da nuovi flussi
  
- **In America** il “core” è tradizionalmente allargato > Treasury in gran parte in mano a investitori stranieri prima degli acquisti da parte della Fed (QE)
- Investimenti nei periferici Europei residuali (Si veda pag 8 e 9)

Italy - Debt Holders	Jun-10	%
<b>Central Bank</b>	64	4%
<b>MFIs</b>	252	17%
.... <i>Banks</i>	193	13%
..... BoTs	31	2%
..... CCTs	46	3%
..... BTPs	90	6%
..... CTZs	20	1%
<b>Other Financial Institutions</b>	262	17%
.... <i>Insurance Companies</i>	26	2%
<b>Other Residents</b>	39	3%
<b>Non Residents</b>	809	53%
.... Euro Area	607	40%
.... Rest of World	202	13%
	1,524	100%

**Source: Barclays**

Dati a Marzo 2011

## Chi detiene il debito di Grecia e Spagna

Greece - Debt Holders EUR bn	3Q10	%
<b>Residents</b>	<b>88.3</b>	<b>32.9%</b>
<b>Non Residents</b>	<b>180</b>	<b>67.1%</b>
.... ECB SMP	35.0	13.1%
.... <b>Euro Area</b>	<b>103.9</b>	<b>38.8%</b>
..... France	43.3	16.2%
..... Germany	20.2	7.5%
..... Italy	8.2	3.1%
..... Belgium	9.0	3.4%
..... Netherlands	6.8	2.5%
..... Luxembourg	4.9	1.8%
..... Austria	2.9	1.1%
..... Portugal	3.6	1.3%
..... Spain	1.8	0.7%
..... Others	3.2	1.2%
.... <b>Rest of World</b>	<b>15.1</b>	<b>5.6%</b>
..... United Kingdom	4.4	1.6%
..... Japan	2.3	0.9%
..... Switzerland	1.7	0.6%
..... United States	1.3	0.5%
..... Others	5.3	2.0%
.... <b>Official Reserves</b>	<b>7.8</b>	<b>2.9%</b>
.... <b>Unallocated</b>	<b>18.0</b>	<b>6.7%</b>
<b>Total</b>	<b>268</b>	<b>100%</b>

Source: Barclays

Spain - Debt Holders	Aug-10	%
<b>General Govt</b>	57	11%
<b>MFIs</b>	141	28%
Other Residents	<b>81</b>	16%
Non Residents	<b>231</b>	45%
.... Euro Area	164	32%
.... Rest of World	67	13%
	<b>510</b>	<b>100%</b>

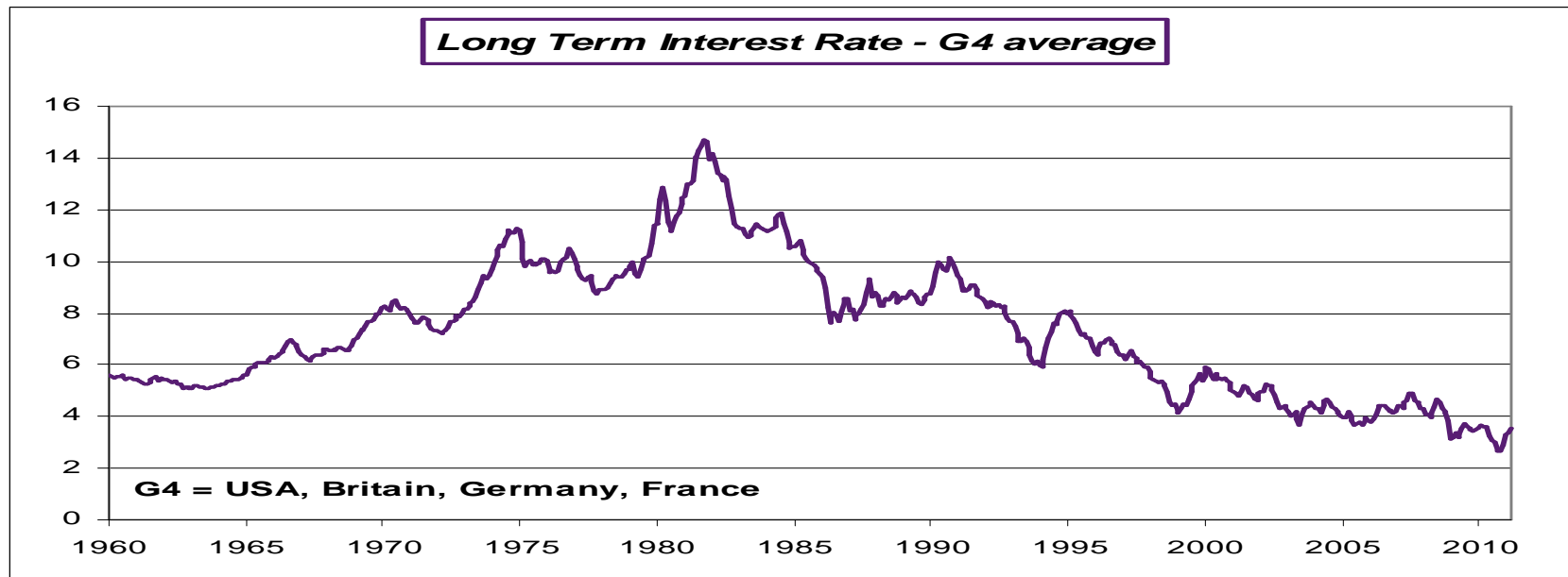
Source: Barclays

France holdings : 59bn

Marzo 2011

## B) Il dilemma dei rendimenti sulla parte lunga

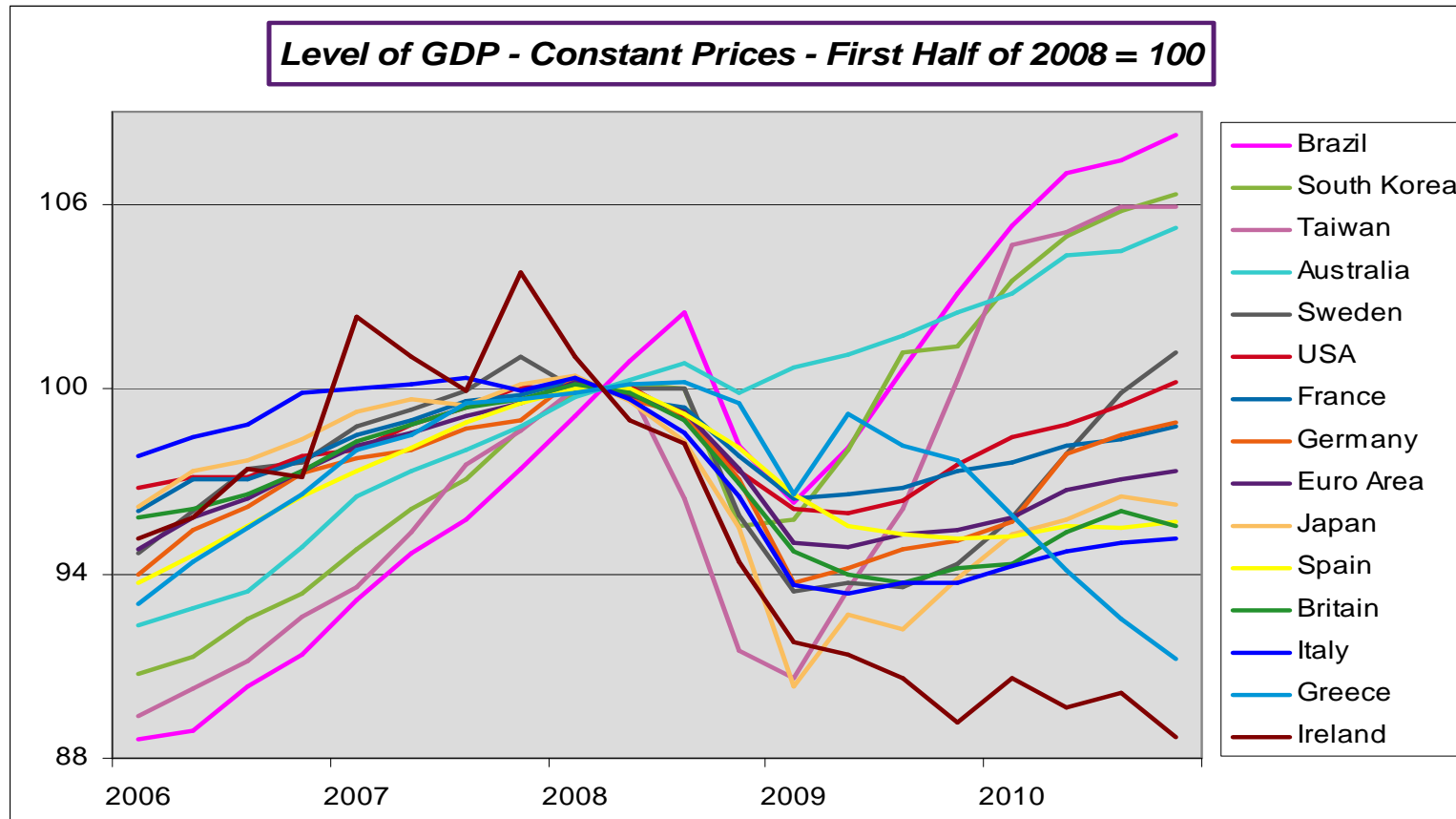
- Storicamente alla base dei portafogli istituzionali > sia in Europa che in USA
- Inflazione: l'Europa già la teme, gli USA la vedono sana e positiva



Fonte : Datastream, OECD, Natixis Asset Management

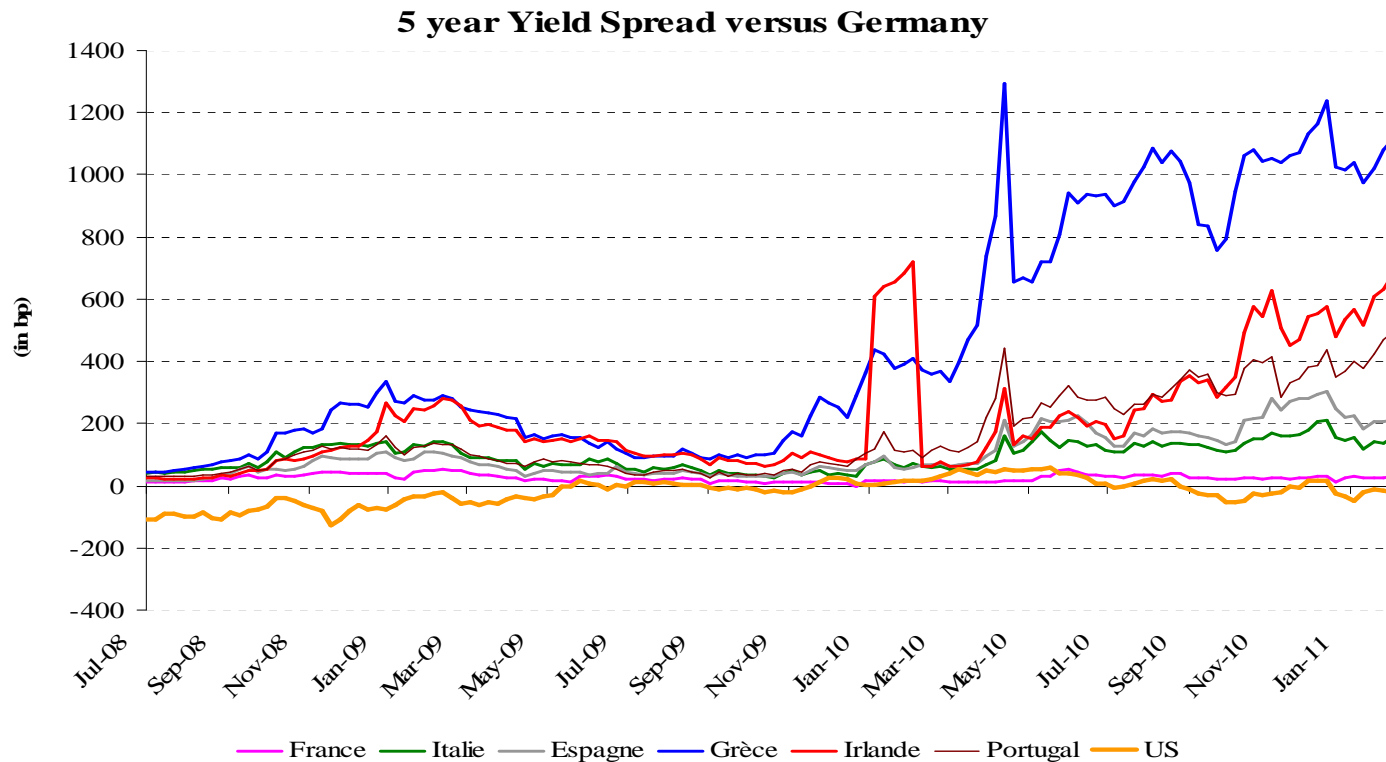
Un cambiamento **comune a Europa e US**

- **Sia in equity che in bonds**
- **Perché le differenze si sono moltiplicate e ampliate**
  - ▶ fra azionario Europa, Asia e US per esempio (vedasi pag. 13)
  - ▶ fra governativo UE, UK e US per esempio (vedasi pag. 14)
  - ▶ Rendimenti più attraenti fuori dall'area USD/GBP per gli investitori US/UK
- **Nel mondo sviluppati**
  - ▶ Perché per gli Emergenti l'approccio è tradizionalmente globale
- **Comunque cautela nell'assunzione del rischio cambio da parte degli istituzionali**
  - ▶ Forte incertezza sulle direzioni delle valute
  - ▶ Liabilities in valuta



Fonte : Datastream, Natixis Asset Management

- Dal 2008, questioni di credibilità finanziaria hanno moltiplicato il numero dei rischi (e opportunità) all'interno della zona Euro e globalmente:



Fonte: Bloomberg, dati a Marzo 2011

- Ricerca di nuovi indici oltre quelli per capitalizzazione
  - ▶ JPM EMU: Italia 23%, Spagna 10% Grecia 5%, Portogallo+Irlanda 4% > 9% a rischio default!
  - ▶ 45% delle emissioni è AAA e rappresenta il 55% della capitalizzazione
  
- Ponderati per il PIL
  - ▶ Non molto efficaci a coprire il rischio di credito > implicano posizione corta sul credito
  - ▶ Non considerano la dimensione del debito pubblico, l'evasione fiscale, l'inflazione
  
- Basati sul rating
  - ▶ Nonostante la ridotta credibilità delle agenzie appaiono i più efficaci > soggettivi ma basati su una molteplicità di parametri

- In fase di valutazione in Europa
  - ▶ spesso sostituita dall'approccio proattivo dell'investitore > per anticipare declassamenti o evitare certi settori/paesi
  
- Intesi in senso meno rigido in USA > Capitolo 4
  - ▶ gestore più libero di spaziare fra altre asset class
  - ▶ strategie flessibili

- Due requisiti ovunque importanti dopo le difficili esperienze degli anni recenti
- In Europa (con esclusione di Scandinavia e UK) vi è ancora una chiusura totale verso derivati e HF > introduzione dei “NewUCITS”
  - ▶ L’approccio più conservativo ha evitato i maggiori danni sofferti dalle istituzioni USA
  - ▶ In USA lo scenario varia a seconda della sofisticazione delle istituzioni
  - ▶ Alcuni stanno già tornando ad investire in modo “sintetico”
  - ▶ Altri non hanno ancora “digerito” il 2008 e prediligono strumenti cosiddetti cash e strategie tradizionali
- Questo ci ha favoriti negli ultimi anni > Capitolo 4
  - ▶ Loomis Sayles ha una storia ultradecennale di gestione tradizionale: quindi long-only, in strumenti cash, guidata dalla ricerca fondamentale

### ■ Caratteristiche

- Concede al gestore una libertà molto estesa di deviare dal benchmark, nell'universo obbligazionario a 360°: ponderazioni e asset class
- Rimane nell'universo long-only
- Utilizza solo strumenti tradizionali

### ■ Obiettivo dell'investimento

- Generare un rendimento indipendentemente dall'andamento del benchmark
- Diversificare l'asset allocation con uno strumento storicamente decorrelato dai mercati azionari e obbligazionari
- Evitare crisi in una determinata asset class > il gestore non è tenuto a investire solo perchè è parte del benchmark

### ■ Obiettivo dell'investimento

- Benchmark di riferimento: Barclays Capital U.S. Government/Credit Bond Index
- Indice molto vasto ma comunque non delimitante l'universo investibile

- Varia a seconda dell'istituzione
  - Unico investimento per coprire la componente obbligazionaria del portafoglio
  - Investimento su cui spostare risorse in periodi di incertezza sui tassi e/o sul credito
  - Come satellite rispetto a una struttura core
  - Come Hedge Fund accessibile in un veicolo UCITS
  - Come strumento per investire in certe classi di attivi dell'universo obbligazionario dove è richiesta un'esperienza particolare: convertibili , high yield, emergenti, ABS, strutturati ecc...