

Anteo

newsletter per l'investitore istituzionale

n.90

ANNO XII - DICEMBRE 2016



prometeia
advisor sim

INDICE

EDITORIALE

p. 3

ANGOLO DELL'ANALISI

p. 4

Prof. Paolo Onofri

Vicepresidente - Prometeia

OSSERVATORIO PROMETEIA

Primo forum sulle fondazioni bancarie *MondoInstitutional in collaborazione con Prometeia Advisor Sim e con il patrocinio dell'Acri: sintesi dei lavori*

p.7

Sandra Ferlini, Senior Manager - Prometeia Advisor SIM

Cosimo Musiello, Responsabile Comitato Asset Allocation - Prometeia Advisor SIM

Il settore bancario italiano: risultati e prospettive di medio termine

p.10

Lea Zicchino, Partner - Prometeia

I mercati finanziari a un mese dall'elezione di Trump

p.12

Ugo Speculato, Specialist - Prometeia

CONTRIBUTI

Crescono gli investimenti sostenibili in Europa e in Italia *Lo stato dell'arte del delineato dal forum per la finanza sostenibile nell'ambito della quinta settimana per l'investimento responsabile*

p.16

Forum per la Finanza Sostenibile

2016, nuovo anno di crescita per la finanza socialmente responsabile in Europa

p.20

Simonetta Bono, Business Development Manager South Europe - VigeoEiris

LA PAROLA A...

p. 24

Matteo Solbiati

Senior Advisor - GFG Groupe Financier de Gestion SAM

EDITORIALE

Il numero 90 di ANTEO ben si presta a raggiungere lettori che, se non proprio impauriti, quantomeno possono essere assai preoccupati dalle conseguenze dell'esito referendario, i cui effetti, per ora attutiti dall'azione della Bce e dalle ricoperture dei mercati, potrebbero manifestarsi in un tempo più lungo.

L'“angolo dell'analisi” del nostro Prof. Onofri questa volta sembra riservare più domande che risposte: troppe le variabili in gioco, poche quelle nel pieno controllo dei decisori nazionali, in uno scenario internazionale ancora una volta più incerto sia sul fronte politico che su quello economico.

Cresce il timore per le banche nazionali, afflitte dalla scarsa qualità del credito e da una redditività ben inferiore al costo del capitale e che presto potrebbero perdere anche la stampella dei capital gain sui titoli di Stato. La collega Lea Zicchino contribuisce con una puntuale analisi dei risultati e delle prospettive di medio termine del settore bancario italiano, che risale a qualche settimana fa e che pare già messa a rischio nello scenario post-referendario.

Sarà tutta colpa degli hedge fund, che “shortano” i titoli bancari italiani carichi di titoli di Stato e non possono fare altrettanto con i bond, al sicuro con la BCE compratore di ultima istanza? E che magari poi si fanno avanti per intervenire negli aumenti di capitale iper-diluitivi delle banche? Certo, può essere. In questo numero di ANTEO preferiamo però occuparci di questo discusso segmento dell'industria dell'asset management con una intervista della collega Sandra Ferlini a specialisti nella costruzione di portafogli con sottostanti hedge funds, che ci auguriamo aiuti i nostri lettori a meglio comprendere le dinamiche di questa industria e le modalità più efficaci ed efficienti per tornare ad avvicinarsi ad essa, in un frangente dove gli investimenti non direzionali tenderanno a premiare su quelli trend follower.

Tra gli investitori istituzionali più attenti alle dinamiche del settore bancario italiano e della finanza pubblica ci sono certamente le Fondazioni di origine bancaria. Ne abbiamo tastato il polso il 24 e 25 novembre scorsi nella splendida cornice fiorentina, collaborando all'organizzazione del 1° Forum dedicato alle Fondazioni da Mondo Institutional. Cosimo Musiello e Sandra Ferlini, i nostri manager che coordinano l'attività della Sim sulle Fondazioni ad oggi seguite, tratteggiano un breve sunto degli spunti emersi.

Tra questi sono di rilievo quelli sul crescente ruolo degli investimenti improntati a criteri di responsabilità sociale, ambientale e di governance (ESG), oltre che quelli a reale “social impact”. Ad ulteriore approfondimento di questi temi, ospitiamo nelle nostre colonne due approfondimenti:

- la sintesi della ricerca annuale di VigeoEiris (“Green, Social and Ethical Funds in Europe”) sull'evoluzione dei fondi di Socially Responsible Investments (SRI), in termini numerici, dimensionali e di asset allocation;
- lo stato dell'arte dei patrimoni allocati secondo criteri ESG, delineato dal Forum per la Finanza Sostenibile nell'ambito della quinta “Settimana per l'Investimento Responsabile”, svoltasi a metà novembre.

Ringraziamo vivamente entrambi i contributori, in particolare gli amici del Forum, del quale il Gruppo Prometeia è convinto sostenitore.

Non può mancare, infine, il consueto contributo di analisi più congiunturale dell'andamento dei mercati finanziari, a cura del collega Ugo Speculato. Il focus è sugli effetti del primo mese di “Trumpismo”, che, con le informazioni fino ad ora disponibili, potrebbe generare effetti piuttosto significativi, specie sul mercato dei bond e delle valute.

Intanto buona lettura a tutti!

PROF. PAOLO ONOFRI

Vicepresidente - Prometeia



Prof. Onofri, nelle settimane scorse i mercati finanziari hanno accentuato la volatilità, circostanza associata all'imminenza degli appuntamenti elettorali dello scorso week-end. Cominciamo con il recente esito referendario italiano: innanzitutto, quali possono essere i possibili scenari politici italiani?

Se guardiamo alle prime reazioni dovremmo dire business as usual, sia dal punto di vista dei mercati che da quello della tradizione politica italiana, dopo 1000 giorni atipici. Quali scenari possibili? Troppi per poter definire un orientamento per le decisioni economiche: lo scenario probabile è di un nuovo governo che sostanzialmente soddisferà le esigenze di immobilismo dell'elettorato portando non prima del prossimo maggio 2017, ma con probabilità non trascurabile a marzo 2018, a nuove elezioni politiche con una diversa legge elettorale. Ma è da questo che troppi scenari possono dipanarsi: da un sistema politico condannato per molto tempo alla grande coalizione, per evitare il governo del Movimento 5 Stelle, a Renzi che fa due passi indietro per farne tre in avanti, cercando di valorizzare quel 41 per cento di voti ottenuti dal "SI" referendario, certamente da un fronte più compatto del 59 per cento che dei vittoriosi "NO".

Sui mercati finanziari c'è molta apprensione sul sistema bancario italiano e sulle imminenti ricapitalizzazioni di alcune tra le principali banche. L'esito referendario può veramente influenzare tali processi e creare effetti domino, come temuto dagli operatori finanziari internazionali?

Potenzialmente sì, se le condizioni politiche in forte evoluzione non consentiranno allo Stato di svolgere la funzione di partecipazione di ultima istanza alla loro ricapitalizzazione. Sarebbe assumersi, da parte delle forze politiche, una responsabilità enorme, che potrebbe giovare solamente a chi punta al "tanto peggio tanto meglio" perché, comunque, avrebbe una storia puramente ideologica da raccontare agli elettori per convincerli che è colpa del "sistema". Non credo però che forze che aspirano a governare vogliano mettersi in tali condizioni disastrose. Inoltre, come esperienze di altri Paesi insegnano, potrebbe essere nel medio periodo un'operazione per lo Stato a guadagnare e non a perdere.

Nei portafogli degli investitori istituzionali che Prometeia Advisor assiste c'è una significativa quota di BTP, che nell'ultimo mese hanno perso molto valore. Al di là di possibili rimbalzi tecnici, che ruolo potrà avere la BCE nel tamponare eventuali spinte speculative?

Mario Draghi ha un'importante reputazione di salvatore delle istituzioni europee e non credo che negli ultimi tre anni di mandato accetti di rovinarsi tale reputazione. Non impedirà che i rendimenti si muovano verso livelli leggermente più elevati in modo fisiologico, data l'evoluzione probabile

dei rendimenti dei decennali americani, ma proteggerà la ripresa europea con l'estensione del QE di almeno sei mesi, per proteggere le istituzioni europee dalle scadenze elettorali francesi e tedesche del prossimo anno. Al termine di tale periodo è molto probabile che l'uscita dal QE segua il percorso naturale di una graduale riduzione degli acquisti per i successivi otto mesi, seguiti infine da una fase indeterminata durante la quale verranno acquistate quantità di titoli corrispondenti a quelle in scadenza.

L'Italia resta comunque sospesa tra le necessità di una minore restrizione fiscale e di mantenere gli equilibri di finanza pubblica. L'esito elettorale può avere influenze sia a livello di rapporti con l'UE, sia nell'approvazione della Legge di Bilancio?

La Commissione Europea solleciterà l'Italia a più riprese a rispettare le regole di bilancio, ma non andrà oltre nella fase molto delicata che si sta aprendo. Non potendo infierire eccessivamente, senza provocare danni a livello istituzionale europeo, sul governo di transizione che si andrà a formare. È e sarà interesse dell'Europa che alle prossime elezioni politiche si possano determinare delle maggioranze non ostili all'Europa. Diversamente...

Nell'area UEM, nonostante qualche timido segnale di inflazione, è atteso un prolungamento delle azioni espansive della BCE. È sempre lecita la domanda di quale sia a questo punto l'efficacia marginale sulla crescita economica europea.

In parte ho già risposto in precedenza. Non credo di essere troppo influenzato dalla nostra situazione, mi pare infatti che la coesione delle istituzioni sia l'obiettivo principale che debba essere perseguito in questi anni e se a questo fine è necessario tranquillizzare i mercati finanziari perché non costituiscano l'innescio di una crisi, finora la politica della BCE si è dimostrata molto efficace e non dannosa per la ripresa. I rischi di eccessi di liquidità credo siano in queste condizioni minori.

Dall'altra parte dell'Oceano, invece, sembra ormai imminente il rialzo dei tassi della FED. Quanto può essere realistica l'attesa di un *policy mix* simile all'era Reagan, pur sottolineando che si partiva da una situazione macroeconomica e di finanza pubblica completamente diversa?

Questa è stata la nostra prima reazione ed ormai diventata l'ipotesi di consenso. Se, come credo, ciò sarà in grado nel breve periodo di rivitalizzare una ripresa che negli USA ha già più di sette anni di vita, tale *policy mix* porterà un po' più di inflazione, che favorirà autosostentamento della ripresa stessa con la riduzione dei tassi di interesse reali ex-ante. Infatti, non mi aspetto che la FED, pur nel processo di rinormalizzazione dei tassi di *policy* più rapido che nelle aspettative di qualche tempo fa, inseguia passo passo il rialzo dell'inflazione, per evitare di far apprezzare eccessivamente il dollaro.

L'evoluzione dei Paesi emergenti può realmente essere condizionata dalle politiche annunciate da Trump?

Certamente sì, nel caso di adozione di misure protezionistiche e nel caso vi fossero più rapidi rialzi dei tassi di interesse e del dollaro, rispetto a quanto indicato in precedenza. Non dobbiamo comunque dimenticare l'esperienza della politica di bilancio di Reagan nei primi anni Ottanta, quando tassi di interesse molto alti e dollaro molto apprezzato determinarono crisi profonde nei Paesi emergenti, in particolare in Messico, ma non solo, e dovettero essere risolte con piani di forti aiuti da parte del governo americano.

PRIMO FORUM SULLE FONDAZIONI BANCARIE

Mondoinstitutional in collaborazione con Prometeia Advisor Sim e con il patrocinio dell'Acri: sintesi dei lavori

Nelle giornate del 25 e 26 novembre si è svolto a Firenze il primo Forum sulle Fondazioni bancarie organizzato da Mondoinstitutional con la collaborazione di Prometeia Advisor SIM e con il patrocinio dell'Acri. Si è trattato di un momento di riflessione sui temi principali della gestione del patrimonio delle Fondazioni nel contesto attuale - normativo, finanziario, istituzionale -, di confronto con il mondo dell'offerta e di dibattito sui temi per i quali si stanno intensificando le sensibilità, come gli investimenti secondo criteri (ESG) di sostenibilità ambientale, sociale e di corporate governance.

Nel corso dell'evento, i "padroni di casa" di Mondoinstitutional hanno presentata una survey sulla gestione finanziaria delle Fondazioni bancarie, che hanno messo in luce aspetti interessanti, solo in parte noti, che hanno costituito il punto di partenza per i dibattiti e le riflessioni della due-giorni di lavori.

Ovviamente uno dei temi principali di analisi e discussione è stato il peso ancora importante della partecipazione nella conferitaria da parte di molte Fondazioni. Tale aspetto è stato spesso identificato come quello maggiormente degno di attenzione ai fini dell'attuazione del Protocollo di intesa tra ACRI e MEF, per i riflessi che può avere nell'ambito delle trasformazioni del sistema bancario italiano. Le recenti evoluzioni dei corsi dei titoli bancari hanno generato in molti casi un "adeguamento" naturale via prezzo, piuttosto che via quantità, riproponendo il problema di come gestire le minusvalenze presenti in bilancio, anche alla luce degli imminenti richiami di nuovo capitale che alcune banche si apprestano a proporre al mercato.

Certamente i programmi di diversificazione delle Fondazioni, avviati a fine anni '90 dopo l'introduzione

della legge Ciampi, hanno subito una fase di inversione dopo il 2008, per le ben note vicende inerenti la ricapitalizzazione delle banche, circostanza spesso identificata dalle Fondazioni - anche in questa sessione mediante le voci dei diretti interessati - come una manovra inevitabile, volta a salvaguardare le posizioni investite e contribuire a stabilizzare il sistema bancario italiano.

Il successivo processo di decumulo, che solo alcune Fondazioni hanno ripreso a effettuare, poteva certamente essere più incisivo - vista la robusta ripresa dei prezzi di mercato fino a metà 2015 - soprattutto negli Enti che ora potrebbero trovarsi nella situazione di dover affrontare scelte difficili in merito alla partecipazione o meno a un ulteriore aumento di capitale della propria banca di riferimento.

Al di là dei dettami del Protocollo, l'evoluzione del contesto economico e bancario, italiano ed europeo, ben delineato nell'efficace relazione della Professoressa Lucrezia Reichilin, rende necessario comunque proseguire il processo di diversificazione, anche perché le trasformazioni intervenute e quelle in procinto di attuazione, in merito agli assetti delle principali banche italiane, rende sempre più labile il legame tra banca (ex) conferitaria e territori di riferimento delle Fondazioni.

Oltre all'investimento nell'asset bancario, nell'attivo delle Fondazioni la componente in gestione diretta in titoli resta ampiamente concentrata sul mercato italiano, mediante titoli obbligazionari (ancora una volta soprattutto bancari) e partecipazioni azionarie. In quest'ultima voce, una quota rilevante è rivestita dalla Cassa Depositi e Prestiti (e dalla controllata CDP Reti). I rappresentanti delle Fondazioni, chiamati a commentare tale investimento, hanno sottolineato l'importanza per la stabilizzazione di molti settori strategici per il sistema-paese, attribuendo ad essa un apporto fondamentale allo sviluppo dell'economia reale italiana. Resta da capire quale sarà l'evoluzione futura della Cassa, anche alla luce degli incerti scenari

Sandra Ferlini, Senior Manager - Prometeia Advisor SIM

Cosimo Musiello, Responsabile Comitato Asset Allocation - Prometeia Advisor SIM

politici. Considerazioni al riguardo sono state fatte solo in maniera sfumata da alcuni dei presenti coinvolti nella governance, certamente il modello di business è in fase di profonda revisione e, di riflesso, la redditività che finora tale investimento ha generato appare francamente difficile da ripetersi nel prossimo futuro.

Nei portafogli delle Fondazioni sono presenti anche altre aziende italiane, soprattutto utilities o industriali, ma la quota complessiva risulta relativamente modesta. Dal nostro punto di vista, anche in considerazione dell'auspicabile riduzione del peso della conferitaria, una parte del reinvestimento potrà essere riallocata su investimenti nel sistema-paese, magari guardando anche a ciò che può essere allocato sui rispettivi territori di riferimento, tenendo conto anche delle trasformazioni degli Enti locali, che dovranno comunque ridurre le quote dei propri asset partecipativi. Nel caso, tuttavia, tali scelte dovranno essere accompagnate da processi di analisi e selezione virtuosi e trasparenti, e dovranno essere coerenti con gli obiettivi generali e istituzionali della Fondazione, ovvero solidità patrimoniale e sostenibilità erogativa di medio-lungo termine. In tale direzione va l'adozione dell'approccio ALM nella gestione del patrimonio, sempre più diffusa da parte delle Fondazioni.

Per quanto riguarda il portafoglio obbligazionario, buona parte dei titoli attualmente presenti nel portafoglio delle Fondazioni sono costituiti da obbligazioni bancarie, spesso emesse nel periodo post 2008 con cedole molto interessanti, ma destinati a scadere nel giro di un paio d'anni. In generale, sul portafoglio obbligazionario, anche governativo, l'attuale situazione dei tassi e il momento di mercato genera una rischiosità non adeguatamente remunerata dalla redditività. Sarà necessario attendere il processo di repricing del rischio sui titoli bancari, piuttosto che la fine delle politiche monetarie non convenzionali da parte della BCE, per poter riprendere in considerazione l'investimento diretto nei titoli obbligazionari. Attualmente risulta invece preferibile rivolgersi al risparmio gestito.

Sotto questo fronte, la survey presentata da Mondoinstitutional, confermata dall'evidenza anche da noi osservata nell'esperienza diretta, ha messo in luce un incremento della domanda di OICR e un tendenziale riduzione del peso delle gestioni patrimoniali.

I motivi di tale tendenza sono diversi. Innanzitutto c'è un aspetto di tipo dimensionale: la nuova domanda di investimenti della liquidità che deriva da Fondazioni

medie o piccole, si rivolge a fondi piuttosto che a GPI, che su masse dimensionali limitate rischiano di non essere efficienti. Il ricorso, inoltre, ai fondi viene dettato anche dalla necessità di diversificare piccole porzioni di portafoglio in nicchie di mercato dove occorrono specifiche specializzazioni. Ci sono altri aspetti che hanno condizionato e potranno condizionare ancora in negativo la domanda di GPI: un regime fiscale penalizzante (ricordiamo la non compensabilità dei risultati in presenza di più gestioni e l'IVA sulle commissioni di gestione), il maggiore appesantimento amministrativo (pensiamo alla tassazione sui dividendi azionari, specialmente quelli esteri) e la necessità della rendicontazione sull'attività in derivati, che il Protocollo impone. Presumibilmente nei prossimi anni tali tendenze potranno consolidarsi, anche se difficilmente ci saranno trend definitivi e irreversibili.

Tenendo conto degli sviluppi che anche il Protocollo può suggerire, ci possono essere due temi di particolare attenzione, inerenti la domanda di prodotti e servizi di gestione. Il primo è rappresentato dalla gestione di partecipazioni, soprattutto nei casi in cui queste assumono connotazioni strategiche: in questo modo si possono realizzare gestioni attive mediante strategie di yield enhancement, piuttosto che gestioni attive del rischio mediante operazioni di copertura o swap di performance. L'altro tema sul quale si riscontra un'attenzione sempre maggiore è relativo alla scelta di soluzioni di veicoli dedicati o ai comparti di piattaforme di investimento dedicate a investitori istituzionali: si tratta di soluzioni che possono risolvere alcuni dei problemi di carattere amministrativo e fiscale sopra indicati per le gestioni patrimoniali, oltre a rappresentare sotto certi aspetti il giusto compromesso tra l'esigenza di poter disporre di un'ampia diversificazione mediante la condivisione gestionale di fattori di rischio comuni con il meccanismo dei pooling e allo stesso tempo mantenere una personalizzazione del rapporto con il gestore principale e "governare" il proprio comparto di investimento. Tali argomenti sono stati approfonditi in un tavolo rotondo alla quale hanno partecipato le due principali società di gestione partecipate da Fondazioni, operanti in Italia: Quaestio e Fondaco.

Un altro tema sul quale sta crescendo l'attenzione delle Fondazioni è connesso agli investimenti secondo criteri ESG. Non mancano iniziative volte a disciplinare all'interno delle Fondazioni atteggiamenti virtuosi, soprattutto nell'ambito del segmento di portafoglio dedicato al mission related. Dal nostro punto di vista mancano ancora comportamenti uniformi o tali da

poter istituire delle best practices, ma in futuro vediamo questo come un tema imprescindibile nell'attività di gestione del patrimonio delle Fondazioni. Non a caso siamo l'unica società di advisory che ha aderito ai principi per gli investimenti sostenibili delle Nazioni Unite (UNPRI) oltre ad essere soci del Forum per la Finanza sostenibile, che anche con il nostro contributo ha recentemente pubblicato *"Integrare gli aspetti di sostenibilità nell'attività delle Fondazioni italiane"*. Al di là degli aspetti finanziari, per i quali non mancano analisi volte a dimostrare comunque l'efficacia in termini di rendimento/rischio degli investimenti in SRI, sta certamente crescendo la sensibilità verso tematiche specifiche inerenti aspetti coerenti con le trasformazioni sociali, demografiche, ambientali, per i quali si stanno proponendo nuovi strumenti di investimento tematici. Naturalmente non devono essere trascurati gli elementi che possono generare facili illusioni, soprattutto nell'ambito delle misurazioni degli impatti sociali in alcune iniziative che spesso sfiorano il confine tra lo strumento di investimento e quello di erogazione.

Di tali argomenti si è discusso anche nella tavola rotonda con alcuni investitori, nel corso della quale sono emerse alcune soluzioni interessanti, come la creazione di una società finanziata con fondi erogativi che poi effettua in proprio investimenti in settori sociali, iniziativa già

adottata da alcune Fondazioni. Interessante anche il caso di studio di operazioni consortili, che investono in specifici settori con forte connotazione territoriale.

Nella tavola rotonda finale, a cui ha preso parte un nutrito parterre di responsabili finanziari di primarie Fondazioni, si è discusso di gestione degli investimenti. Pur nelle naturali diversità in termini di propensioni e strutture di portafoglio, sembra essere emersa la sempre maggiore consapevolezza di diversificare a livello internazionale, ricorrendo maggiormente a strumenti di risparmio gestito, cercando anche soluzioni e stili di gestione innovativi, consci del difficile momento economico-finanziario che caratterizzerà il futuro prossimo.

La sensazione è che il percorso verso un generale riequilibrio dei portafogli, che porti effettivamente ad una maggiore diversificazione, sia effettivamente avviato. La strada è comunque ancora lunga, sia per la gradualità con cui si svilupperà il processo di dismissione della conferitaria per le Fondazioni che ne hanno necessità, visto il difficile momento di mercato, sia per i vincoli che le Fondazioni continueranno ad avere in termini di possibili investimenti di sistema, o comunque inerenti fattori che continueranno a privilegiare le esigenze "istituzionali" a quelle finanziarie.

IL SETTORE BANCARIO ITALIANO: RISULTATI E PROSPETTIVE DI MEDIO TERMINE

Lea Zicchino, Partner - Prometeia

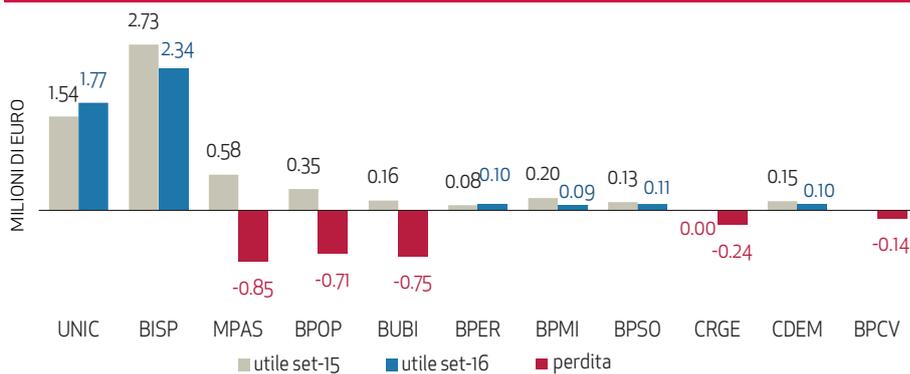
Dai primi mesi del 2016 molti eventi hanno avuto forti impatti sulle valutazioni delle banche. Tra questi, spiccano l'invio da parte della Bce di lettere di esortazione per una risoluzione in tempi rapidi del problema dei non-performing loans, l'accresciuta attenzione sulle implicazioni di un periodo prolungato di tassi molto bassi sulle prospettive di redditività e l'aumento dell'incertezza politica in Europa determinata dall'esito del referendum britannico e dal ciclo di elezioni politiche e referendum in importanti paesi europei.

Nei primi nove mesi del 2016 gli 11 gruppi italiani bancari quotati hanno totalizzato 4,5 miliardi di utili e 2,7 miliardi di perdite mentre i risultati netti positivi nei primi nove mesi del 2015 erano stati pari a 6 miliardi e solo Carige aveva chiuso in perdita (-0,37 milioni di euro) (Fig.1). Gli elementi che hanno penalizzato i risultati sono in larga parte riconducibili alla gestione caratteristica: **flessione del margine di interesse, incremento delle rettifiche su crediti** (per aumentare le coperture) e **incremento dei costi operativi** (per effetto di oneri straordinari).

Il **margine di intermediazione in gran parte dei casi si è ridotto** soprattutto per i minori ricavi "core" (margine d'interesse e commissioni nette), non sempre compensati dagli altri proventi nonostante le plusvalenze realizzate da alcuni gruppi dalla cessione della partecipazione detenuta in Visa Europe. Il **margine di interesse** si è confermato in **contrazione** per tutti i gruppi, con un'unica eccezione, a causa della discesa dei tassi sui prestiti determinata da pressioni competitive. **Le flessione delle commissioni nette** rispetto allo stesso periodo del 2015 è da ricondurre alla performance dei mercati finanziari e, in generale, al clima di incertezza che ha ridotto la propensione della clientela a detenere strumenti finanziari.

I **costi operativi sono aumentati per la gran parte dei gruppi**, per effetto della contabilizzazione di voci non ricorrenti: il riferimento è soprattutto ai contributi ai fondi SRF e DGS e al canone DTA¹. Alcuni gruppi hanno registrato anche l'iscrizione degli oneri straordinari per l'incentivazione all'esodo e per il fondo solidarietà.

Figura 1: Utile/perdita dei primi nove mesi 2016 e 2015 (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Prometeia su dati di bilancio.

Nota: per Carige sono stati utilizzati i dati al 30 settembre 2015 riesposti per tener conto dell'applicazione dell'IFRS 5.

Le **rettifiche nette su crediti sono aumentate in misura significativa** su base annua per 6 gruppi su 11, in conseguenza di accantonamenti di natura straordinaria volti ad aumentare il coverage ratio.

Le perdite di periodo hanno in molti casi influito sui **coefficienti patrimoniali**. Tuttavia i ratio di alcune banche sono migliorati rispetto a fine 2015: il CET1 ratio di BPER è aumentato di 293

¹ Il decreto n.59/2016, pubblicato a maggio, contiene disposizioni specifiche in materia di DTA. In particolare specifica che le società potranno continuare ad applicare le norme attuali sulla conversione delle attività fiscali anticipate in credito di imposta, a condizione che esercitino un'opzione irrevocabile per mantenere il diritto alla convertibilità in cambio di un canone annuale dal 2015 fino, se ne ricorreranno i presupposti, al 2029. Il canone versato e iscritto in bilancio nel 2016 dalle banche aderenti è calcolato sul 2016 e sul periodo di imposta 2015.

punti base raggiungendo il 14.5%, grazie all'autorizzazione all'utilizzo dei modelli interni (IRB avanzato) per il calcolo del requisito patrimoniale sul rischio di credito; + 150pb il ratio di Banco Popolare (al 14.7%), grazie all'aumento di capitale di circa 1 miliardo di euro concluso nel primo semestre 2016. I due gruppi hanno ora i ratio più elevati, seguiti dal 13.5% di Credem.

QUALI LE PROSPETTIVE PER IL SETTORE PER I PROSSIMI TRE ANNI?

La ripresa del ciclo del credito determinata dal consolidamento della attività economica, che tuttavia manterrà il tasso di crescita del PIL sotto l'1% all'anno fino al 2019, è la scommessa della nostra previsione. Il settore continuerà anche a beneficiare delle politiche espansive della Bce, che prevediamo estenderà il QE oltre marzo 2017. Il costo della raccolta rimarrà pertanto basso e tornerà a salire solo sul finire dell'orizzonte di previsione quando le banche avranno più bisogno di raccolta a medio e lungo termine, anche per soddisfare esigenze regolamentari.

Il nodo più urgente per il settore resta la riduzione dei crediti deteriorati, anche in considerazione delle recenti linee guida del Single Supervisory Mechanism (SSM) che richiedono alle banche la definizione di specifici piani da mettere in atto in un orizzonte temporale definito. Le banche dovranno affrontare pertanto la questione di come alleggerire i bilanci dalle partite deteriorate in tempi più brevi di quanto un normale processo di recupero possa garantire. Il settore dispone al momento di un buffer di capitale oltre il minimo richiesto e potrà, secondo le nostre previsioni, accumulare ancora capitale attraverso la ritenzione di utili che, pur modesti, saranno conseguiti nei prossimi tre anni. Parte di questo capitale in eccesso potrà essere utilizzato per aumentare le coperture o coprire le perdite derivanti da prezzi di cessioni degli NPL a prezzi più bassi dei valori iscritti a bilancio.

Nelle nostre previsioni abbiamo ipotizzato un piano di cessione di sofferenze lorde per circa 100 miliardi di euro da realizzarsi entro il 2019. Le cessioni ridurranno in modo significativo gli stock di sofferenze, che altrimenti continuerebbero a crescere per lo scivolamento degli altri deteriorati, oggi di ammontare ancora rilevante, verso gli stadi peggiori e il flusso di nuove sofferenze, pur in riduzione con il miglioramento del ciclo economico. Ma sforzi da parte delle banche per aumentare i tassi di recupero del credito anomalo (*Cure Rate* delle inadempienze probabili), anche

attraverso il coinvolgimento di un maggiore numero di risorse da specializzare in questa attività, potrebbero ridurre ulteriormente l'NPL ratio di settore. Le cessioni di sofferenze, tuttavia, condizioneranno il costo del rischio con un impatto sui conti economici negli anni di previsione che dipenderà dai tempi di perfezionamento delle diverse operazioni e dalle politiche di gestione delle banche coinvolte che potrebbero anticiparne l'impatto a conto economico.

Anche per questa ragione, oltre a condizioni esterne che determineranno flussi di margine d'interesse e da altri ricavi modesti, gli utili del settore resteranno bassi nel 2016 ma potranno risalire nel triennio successivo (31 miliardi di euro cumulati nel 2017-2019). Complessivamente il Roe del settore sarà intorno al 4% al termine del periodo di previsione, rimanendo ancora molto distante dal costo del capitale.

Il recupero di livelli sostenibili di redditività richiederà cambiamenti più incisivi dei modelli di business e il consolidamento del settore oltre ad azioni più incisive per il recupero dell'efficienza.

Una parte del capitale in eccesso potrebbe anche essere usata per avviare in maniera più decisa il ridimensionamento della struttura fisica delle banche. Nelle nostre previsioni abbiamo considerato azioni di razionalizzazione della struttura (circa -18 mila dipendenti e -4.1 mila filiali) che porterebbero il sistema bancario italiano a migliorare l'incidenza dei costi sul prodotto bancario lordo (pbl) da 1.38% a 1.30%, che tuttavia rimarrebbe ancora superiore alla media europea (1.18%). Abbiamo provato a dare una dimensione all'impatto sul numero di dipendenti e filiali di una strategia di convergenza del rapporto tra costi e pbl del sistema bancario italiano verso il benchmark europeo: questa richiederebbe alle banche nazionali, in aggiunta alle uscite già ipotizzate, una riduzione di 32 mila dipendenti e la chiusura di altri 8 mila sportelli. I risparmi di costi generati comporterebbero, a parità di altre condizioni, un aumento di Roe di settore nell'ordine di 1 punto percentuale.

Questo semplice esercizio evidenzia che il miglioramento della redditività del capitale non potrà passare solo attraverso la riduzione dei costi operativi. Per ritornare a un RoE intorno all'8%, quindi vicino al costo del capitale, mantenendo invariate le nostre previsioni sulle altre componenti della redditività, i costi operativi dovrebbero ridursi di circa un terzo rispetto al livello previsto per il 2019.

I MERCATI FINANZIARI A UN MESE DALL'ELEZIONE DI TRUMP

Per gli ultimi mesi dell'anno ci si attendeva un aumento dell'avversione al rischio legato a una serie di appuntamenti elettorali. Tuttavia, le elezioni presidenziali negli USA di inizio novembre sono state inaspettate non solo per l'esito ma anche per la reazione dei mercati, che hanno mostrato una maggiore resilienza alle sorprese dopo la Brexit dello scorso giugno.

LA REAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

La notizia della vittoria di Donald Trump alle elezioni presidenziali USA è stata inizialmente accolta negativamente dai mercati finanziari, con pesanti cali per le attività più rischiose alla chiusura dei listini asiatici e all'apertura di quelli europei. C'è stata probabilmente una reazione istintiva a un risultato inaspettato - dopo la conclusione dell'indagine dell'FBI per lo "scandalo email" era aumentato il vantaggio della Clinton nei sondaggi - e a elementi legati alla figura di Trump, come la sua mancanza di esperienza politica e un programma politico poco chiaro, soprattutto in materia di commercio estero e immigrazione.

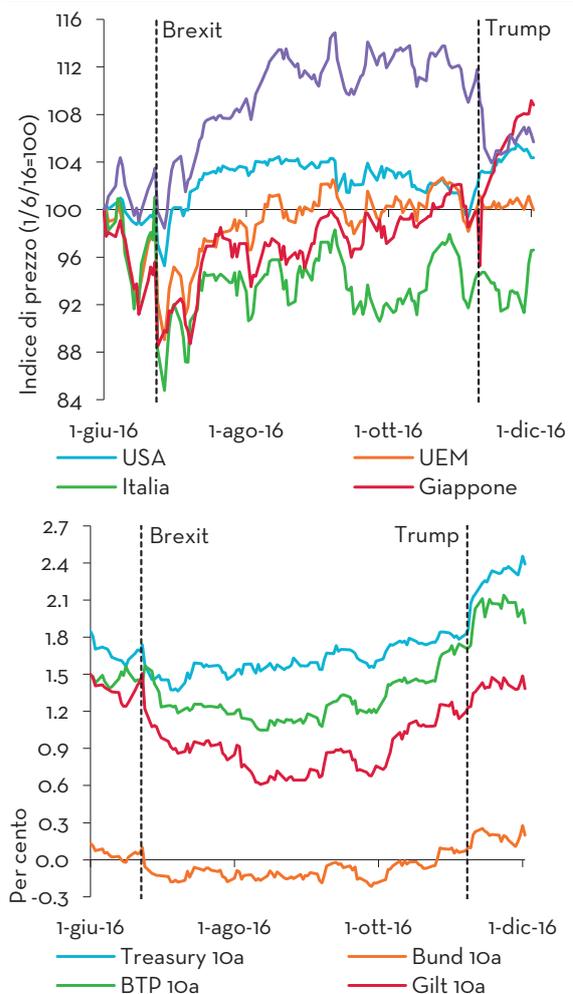
La reazione immediata dei mercati alla vittoria di Trump è stata comunque differente da quella post-Brexit, con perdite piuttosto limitate: i mercati asiatici, ad eccezione del Giappone, hanno tenuto relativamente bene (con perdite intorno al 2%), probabilmente grazie alle migliori condizioni finanziarie che hanno permesso di assorbire meglio lo shock. Maggiori effetti negativi si sono invece avuti su alcuni mercati dell'America Latina, con il peso messicano svalutato rispetto al dollaro di circa il 10% sulla scia delle intenzioni di Trump, manifestate nella campagna elettorale, di annullare il Trattato di libero scambio nordamericano (NAFTA) e costruire un muro alla frontiera con il Messico (Fig. 1).

La fase negativa sui mercati dopo la vittoria di Trump è comunque durata solo qualche ora e già prima dell'apertura della borsa USA i mercati europei avevano girato in positivo. Sul miglioramento dell'umore sui mercati finanziari ha influito probabilmente la percezione che il piano di stimoli fiscali di Trump, via aumento della

Ugo Speculato, Specialist - Prometeia

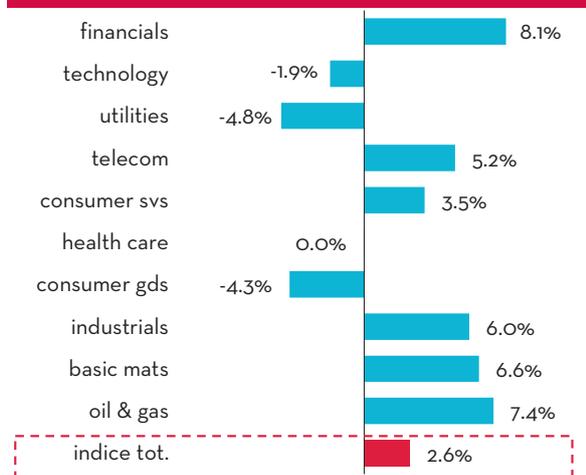
spesa pubblica e taglio delle tasse, potrebbe fornire un significativo supporto alla crescita economica e il fatto che i difficili rapporti del neopresidente con alcuni colleghi repubblicani del Congresso potrebbero consentire di arrivare a soluzioni più moderate rispetto a quelle proposte in campagna elettorale. Non a caso si sono registrati effetti positivi dopo il primo discorso

Figura 1: Movimenti sui mercati finanziari*



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 2/12/16.

* Indici azionari Morgan Stanley

Figura 2: Variazioni assolute degli indici azionari settoriali USA (dall'8/11 al 2/12 2016)

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 2/12/16.
* Indici azionari Datastream-Market.

di Trump post vittoria elettorale, da cui è emerso un atteggiamento più bilanciato e conciliatorio con il partito democratico, senza peraltro toccare i temi di protezionismo e immigrazione.

Nelle settimane successive è proseguito il trend positivo dell'indice azionario USA, che dall'8 novembre al 2 dicembre è salito complessivamente di circa il 2.5%, guidato dai titoli dei settori che potrebbero beneficiare degli interventi annunciati in campagna elettorale. Il neopresidente si è dichiarato infatti favorevole a minori tagli, se non aumenti, della spesa militare e a maggiori investimenti in infrastrutture (con la rimozione degli attuali ostacoli alle spese). Trump inoltre dovrebbe favorire il settore energetico tradizionale e una regolamentazione meno stringente per il settore finanziario e quello sanitario (anche se non è stato fatto riferimento alla cancellazione dell'Obamacare). Sono invece calate le quotazioni dei titoli di società più sensibili alle eventuali spinte protezionistiche (es. auto prodotte in Messico), a un rialzo dei tassi o operanti in mercati più regolamentati, come le utilities (Fig. 2).

L'appetito per il rischio sembra invece essersi deteriorata a livello globale. I mercati azionari di alcuni paesi emergenti sono stati penalizzati, in particolare nelle prime due settimane dopo le elezioni, dalla retorica protezionistica di Trump, favorevole a una limitazione delle esportazioni dai paesi emergenti negli USA e dalle attese di una politica della Fed più restrittiva. Sottotono anche le borse europee, alle prese con l'avvicinarsi

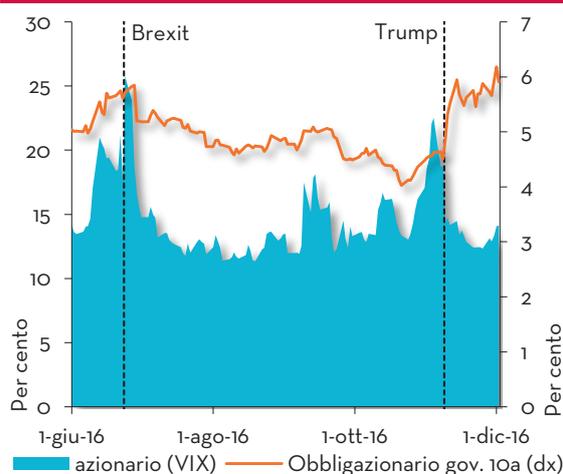
dell'inizio di una lunga stagione elettorale. In rialzo invece la borsa giapponese, su cui ha influito anche la debolezza dello yen (o, per meglio dire, la forza del dollaro).

Per quanto riguarda le reazioni delle altre classi di attività, le attese per un cambiamento del mix di politica economica sotto l'amministrazione Trump - più larga la politica fiscale, con maggiori stimoli all'economia e un ampliamento del debito pubblico, e più restrittiva quella monetaria per frenare le pressioni sull'inflazione - hanno generato un forte apprezzamento del dollaro (poco meno del 4% in termini effettivi), un netto rialzo del rendimento sui titoli decennali USA, di circa mezzo punto percentuale dal risultato elettorale (al 2.40% a inizio dicembre) e un marcato aumento della pendenza della curva per scadenze. Il rialzo del Bund è invece stato riassorbito dopo qualche giorno, per le pressioni dovute alle incertezze politiche e alla possibile estensione del QE della BCE.

PROSPETTIVE PER I MERCATI FINANZIARI

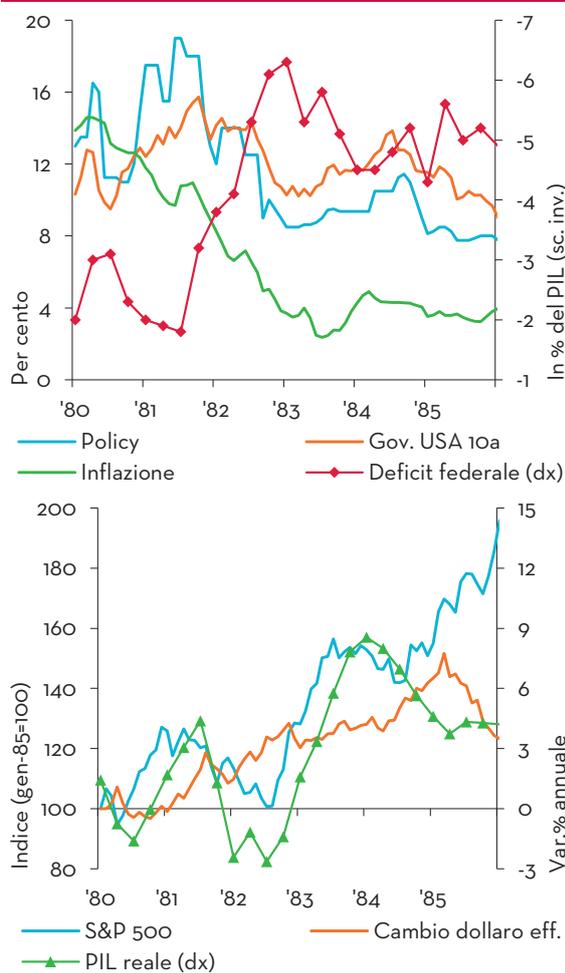
Ma quali possono essere le implicazioni di breve e medio termine per i mercati finanziari? La volatilità implicita sui mercati azionari è subito rientrata e l'indice VIX è ora addirittura intorno ai livelli minimi raggiunti la scorsa estate. La volatilità sui tassi ha invece continuato ad aumentare e attualmente si attesta su livelli elevati (Fig. 3).

I primi anni della presidenza Reagan (dal 1980 all'84) potrebbero avere qualche aspetto in comune con

Figura 3: Volatilità implicita sui mercati USA*

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 2/12/16.
* Per obbligazionario gov., volatilità implicita da opzioni call su future su T-Note a 10 anni (continuous).

Figura 4: I mercati finanziari USA durante la presidenza Reagan



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 2/12/16.

la prossima amministrazione Trump. Come si vede nella Fig. 4a, il mix di politica economica - aumento del deficit pubblico e dei tassi di policy - ha generato un mercato rialzo del rendimento decennale (oltre 4 punti percentuali in quasi due anni) e un progressivo apprezzamento del dollaro (circa 15-20%). Il mercato azionario, invece, è stato inizialmente penalizzato dagli effetti della recessione sugli utili societari e da una Fed troppo aggressiva. Le quotazioni hanno poi ripreso fiato quando sono terminati i rialzi della Fed e l'economia è tornata a crescere (Fig. 4b).

La fase del ciclo economico e di inflazione in cui sono attualmente gli USA rappresenta un punto importante nel paragone con l'amministrazione Reagan. Gli stimoli fiscali stavolta sarebbero attuati in un contesto in

cui l'economia è in ripresa e l'inflazione in rialzo ma non su livelli particolarmente elevati, condizioni che potrebbero indurre la Fed a non intraprendere, anche per evitare riflessi negativi sui mercati emergenti, una politica particolarmente aggressiva. Ciò potrebbe quindi attenuare il rialzo dei tassi governativi e fornire un supporto alle attività rischiose. C'è però da considerare che gli attuali livelli dei multipli di borsa evidenziano prezzi dei titoli USA molto elevati rispetto agli utili, con rapporti price/earnings di poco inferiori a 20.

CONCLUSIONI

Dal confronto con la storia emerge che la gestione della politica monetaria rappresenta il principale fattore di rischio, dal momento che una Fed troppo aggressiva potrebbe compromettere la ripresa economica in atto. La volatilità sui tassi di interesse potrebbe rimanere quindi elevata fino a quando non si diraderanno le incertezze sulle mosse di medio termine della Fed e in ogni caso finché non sarà più chiaro il programma del neopresidente, che si insedierà solo il prossimo 20 gennaio.

I prezzi azionari negli USA continuano ad aggiornare nuovi massimi storici e i multipli di borsa potrebbero anticipare una fase di inversione. Tuttavia, livelli più bassi di price/earnings potrebbero anche essere compatibili con una ripresa degli utili, favoriti dalla ripresa economica e dalla minore tassazione annunciata da Trump.

Disclaimer

Il presente documento deve essere inteso come fonte di informazione e non può, in nessun caso, essere considerato un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari. Le informazioni contenute in questo documento sono frutto di notizie e opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso.

Il presente documento e i risultati delle analisi in esso contenute, sono elaborati sulla base di dati e informazioni forniti da terzi. Prometeia Advisor Sim S.p.A. non garantisce, in alcun modo, l'esattezza e la completezza di tali dati e informazioni e non potrà essere, in alcun modo, ritenuta responsabile per gli eventuali danni diretti, indiretti o accidentali, che possano derivare dall'utilizzo del presente documento e/o delle informazioni e dei dati in esso contenuti.

I dati e le informazioni contenute nel presente documento devono intendersi come riservati e destinati a essere utilizzati dal destinatario del report medesimo, esclusivamente all'interno della propria organizzazione aziendale.

Il destinatario del documento si impegna, pertanto, anche per il fatto dei propri dipendenti e/o consulenti e/o ausiliari e/o collaboratori, a osservare il più rigoroso riserbo in ordine a qualsiasi notizia, informazione, dato contenuto nel presente documento, dichiarando di impegnarsi a manlevare e tenere indenne Prometeia Advisor Sim S.p.A., da qualsiasi pretesa, azione, domanda di terzi, connessa alla divulgazione di notizie, informazioni e dati contenuti nel presente documento.



Crescono gli investimenti sostenibili in Europa e in Italia

LO STATO DELL'ARTE DEL DELINEATO DAL FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE NELL'AMBITO DELLA QUINTA SETTIMANA PER L'INVESTIMENTO RESPONSABILE

A novembre è stata pubblicata la nuova edizione dell'European SRI Study coordinato da Eurosif, il network europeo del *Sustainable Investment Forum*. La ricerca, aggiornata con cadenza biennale a partire dal 2010, presenta le principali evoluzioni nel settore degli investimenti sostenibili a livello sia europeo che nazionale, per i diversi paesi coinvolti (Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Polonia, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito).

L'edizione 2016 del rapporto, presentata il 15 novembre a Roma nell'ambito dell'evento di apertura della quinta Settimana SRI in Italia, registra una crescita a doppia cifra per tutte le strategie di investimento sostenibile nel biennio analizzato (da dicembre 2013 a dicembre 2015). In particolare, gli approcci monitorati sono¹:

- **Esclusioni** - approccio che prevede l'esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o Paesi dall'universo investibile, sulla base di determinati principi e valori;
- **Convenzioni internazionali** - selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali;
- **Best in class** - approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando i migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo;
- **Investimenti tematici** - approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su uno o più temi;
- **Engagement** - attività che si sostanzia nel dialogo con le imprese su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario;
- **Impact investing** - investimenti in imprese, organizzazioni o fondi con l'intenzione di realizzare un impatto ambientale e/o sociale positivo, assieme ad un ritorno finanziario.

Le diverse strategie SRI non si escludono a vicenda: possono in effetti essere adottate in parallelo e trasversalmente nelle diverse classi di attivo. Lo studio evidenzia una crescita delle masse gestite per tutti gli approcci citati che va dal +30% per l'Engagement al +385% per l'Impact Investing.

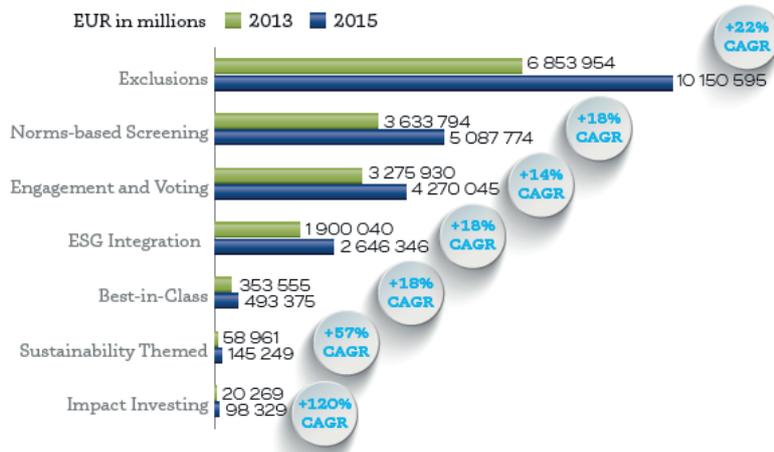
L'*European SRI Study 2016* conferma il primato di **Esclusioni e Convenzioni internazionali** tra le strategie di investimento responsabile, sia a livello europeo che italiano. Nel nostro Paese, infatti, alla maggior parte degli asset gestiti con criteri di sostenibilità si applicano questi due approcci, per un valore di circa **570 miliardi di euro per le Esclusioni e di 566 miliardi di euro per le Convenzioni internazionali**.

Un altro dato interessante riguarda gli **Investimenti Tematici**, che in Italia **registrano il tasso di crescita maggiore** (+37% CAGR nel biennio monitorato) mentre a livello europeo aumentano del 146% rispetto al 2013. Anche come effetto della Conferenza di Parigi (COP21), tra i temi che riscuotono maggior successo vi sono quelli ambientali, con particolare attenzione ai rischi e alle opportunità legati al **cambiamento climatico**.

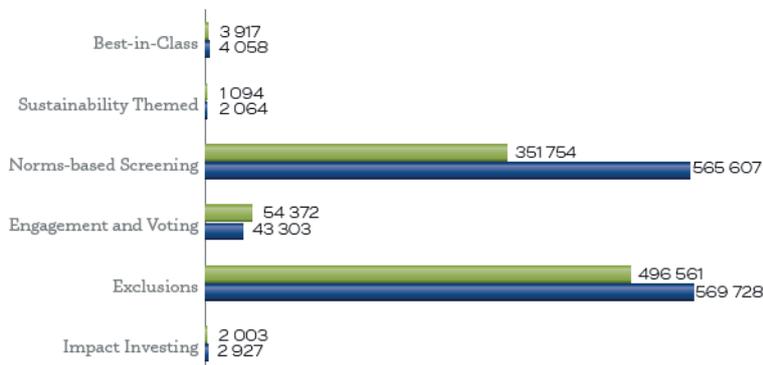
Proprio su questo argomento il Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) ha presentato una pubblicazione nell'ambito della quinta edizione della Settimana SRI. Il testo - realizzato in collaborazione con ABI e ANIA e con il supporto di Allianz Global Investors, Amundi, Etica SGR e Natixis Global Asset Management - si rivolge a investitori istituzionali, gestori, compagnie di assicurazione e banche con l'obiettivo di approfondire il **ruolo che la finanza sostenibile può ricoprire nel ridurre gli impatti negativi del cambiamento climatico e nel supportare la transizione verso un modello economico a basse emissioni**. A partire dai contributi di un Gruppo di Lavoro multi-stakeholder avviato dal FFS, vengono individuati una serie di suggerimenti operativi per le istituzioni finanziarie: metodologie di misurazione e strategie di riduzione dell'impronta CO₂ dei portafogli di investimento, così come strumenti finanziari innovativi quali green bond, ETF e gli indici *low carbon*.

Anche l'**Impact Investing** rappresenta un approccio molto interessante per gli investitori che intendono generare impatti ambientali, oltre che sociali, positivi insieme a rendimenti finanziari. Sulla base dei dati dello Studio Eurosif, la finanza a impatto è la strategia

¹ Le definizioni che seguono sono tratte da: <http://investiresponsabilmente.it>

Figura 1: L'evoluzione delle strategie SRI in Europa

Fonte: Eurosif 2016.

Figura 2: L'evoluzione delle strategie SRI in Italia

Fonte: Eurosif 2016.

che è cresciuta più rapidamente in Europa, passando dai 20 miliardi di euro nel 2013 ai 98 miliardi di euro nel 2015. L'Impact Investing ha conosciuto uno sviluppo importante anche in Italia (+21% CAGR), soprattutto grazie al contributo del Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA) gestito da CDP Investimenti SGR che ha dato grande impulso al settore del *social housing*.

In questo ambito hanno mostrato particolare attivismo le **Fondazioni**, a cui quest'anno il Forum ha dedicato un Gruppo di Lavoro con l'obiettivo di favorire l'**integrazione degli aspetti di sostenibilità nell'attività istituzionale e di gestione del patrimonio**. I partecipanti all'iniziativa, che comprendono sia Soci FFS sia organizzazioni associate ad Acri e ad Assifero,

hanno contribuito alla redazione della prima pubblicazione in Italia sull'integrazione sistematica dei criteri ESG (dall'inglese *Environmental, Social and Governance*) nell'attività degli enti filantropici. Il testo - pubblicato con il supporto di Degroof Petercam, Etica SGR e Candriam - sottolinea i vantaggi di tale approccio, che consente di **massimizzare gli impatti positivi sul territorio e di allineare gli obiettivi finanziari a quelli di missione**.

L'edizione 2016 dello Studio Eurosif rileva infine un aumento dell'interesse verso gli investimenti responsabili da parte degli **investitori retail** che coincide anche con un incremento del numero di fondi SRI distribuiti da gestori italiani (+26% rispetto al 2013). Il dato è coerente con la crescita degli investimenti retail in Europa, aumentati del 549%.

Gli incoraggianti risultati dello Studio Eurosif sono confortati anche da un'altra indagine condotta dal FFS insieme a Mefop e MondoInstitutional, presentata a Roma nell'ambito dell'**evento conclusivo** della Settimana SRI 2016.

Si tratta della **seconda edizione** della ricerca sulle **politiche SRI degli operatori previdenziali italiani**: lo studio analizza il grado di integrazione dei criteri ambientali, sociali e di

governance nelle scelte di investimento dei maggiori Fondi Pensione (Negoziali, Aperti e Preesistenti), Enti di Previdenza e Piani Individuali Pensionistici attivi in Italia.

I risultati dell'edizione 2016 registrano una contenuta ma incoraggiante crescita nell'adozione di politiche di investimento sostenibile e responsabile da parte degli operatori previdenziali italiani. Dall'analisi comparativa con l'edizione 2015 emergono infatti alcuni dati promettenti, come:

- l'**aumento del tasso di risposta** (72% nel 2016 contro il 60% del 2015);
- l'**incremento dei piani attivi in materia di SRI**

(+33%);

- un **generale miglioramento degli approcci di sostenibilità adottati**, soprattutto da parte dei Fondi Pensione Preesistenti e Negoziali.

Per quanto riguarda le strategie di investimento sostenibile, la seconda edizione della ricerca evidenzia che quelle più diffuse sono le **Esclusioni** e la selezione sulla base del rispetto di **Convenzioni internazionali**, in analogia con quanto emerso nell'*European SRI Study di Eurosif*.

Anche la strategia dell'**Engagement** riscuote un discreto successo tra i piani previdenziali italiani. Ne è dimostrazione l'interesse espresso da alcuni Fondi Pensione ed Enti di Previdenza che, insieme a gestori e ad altri investitori istituzionali, hanno partecipato all'**azione di engagement collettivo promossa dal Fondo Cometa con il supporto di VigeoEiris sul tema dei diritti dell'infanzia**, a partire dai *Children's Rights in Business Principles* di Unicef. L'iniziativa - i cui risultati sono stati presentati il **21 novembre** a Roma da VigeoEiris - ha coinvolto 32 investitori, per un totale di 50 miliardi di euro di patrimonio gestito, in un'attività di confronto con oltre 40 imprese quotate di cui 20 parte

dell'indice FTSE MIB.

Nonostante i segnali positivi evidenziati, restano significativi **margin di miglioramento** per i piani previdenziali italiani in termini di integrazione di politiche e pratiche di sostenibilità: in effetti, l'adozione di strategie SRI non viene sempre estesa all'insieme del patrimonio né a tutte le classi di attivo, e in alcuni casi non è valorizzata adeguatamente nelle politiche di comunicazione.

In conclusione, la quinta edizione della Settimana SRI ha evidenziato l'incoraggiante sviluppo degli investimenti responsabili, in Europa così come in Italia, ma anche la necessità di superare alcuni ostacoli per favorire un'integrazione più sistematica degli aspetti di sostenibilità nei processi finanziari. In effetti, persistono ancora dei pregiudizi nei confronti dell'SRI, come quello che vi associa minori rendimenti e maggiori rischi, sebbene numerosi studi accademici dimostrino il contrario. Il Forum proseguirà il suo lavoro a fianco degli operatori di mercato, con l'obiettivo anche di aumentare il livello di educazione finanziaria in Italia e favorire in questo modo scelte più consapevoli da parte dei risparmiatori.

2016, nuovo anno di crescita per la finanza socialmente responsabile in Europa

Simonetta Bono
Business Development Manager South Europe
VigeoEiris

Il mercato dei fondi comuni d'investimento socialmente responsabili in Europa è risultato ancora in crescita nel periodo giugno 2015 - giugno 2016. La Francia si conferma primo mercato, sia per prodotti che per masse gestite, mentre l'Olanda sale al terzo posto, scalzando la Svizzera che abbandona il podio.

È questa la fotografia del mercato dei fondi comuni socialmente responsabili europei scattata da VigeoEiris, agenzia di rating sociale e ambientale in Europa, che ogni anno dal 1999 pubblica nella ricerca **Green, Social and Ethical Funds in Europe** l'evoluzione dei fondi SRI (Socially Responsible Investments) in termini numerici, dimensionali e di asset allocation.

Nell'ultimo periodo di osservazione della ricerca (giugno 2015 - giugno 2016), i fondi comuni SRI europei erano 1.138, segnando un lieve calo (-5%), dopo la crescita consistente del periodo precedente (+26% nel giugno 2015).

Nonostante la riduzione nel numero dei fondi, il patrimonio gestito dai prodotti socialmente responsabili in Europa ha raggiunto 158 mld/€, con una crescita del 16%, arrivando a rappresentare il 2% del totale del risparmio gestito (1.7% nella edizione precedente).

La leadership indiscussa rimane alla Francia (58 mld/€), seguita dal Regno Unito (18 mld/€) e dall'Olanda (16 mld/€) che raggiunge il terzo posto, scalzando la Svizzera (14 mld/€). Complessivamente considerati questi quattro paesi rappresentano il 68% del patrimonio in

Europa gestito con criteri socialmente responsabili.

I paesi che hanno conosciuto le crescite più significative sono stati l'Olanda (+38%), la Norvegia (+24%), la Francia (+22%) e la Svezia (+20%). Anche l'Italia è fra questi, sebbene gestisca masse più contenute (5 mld/€ dai 3.4 mld/€ nel 2015).

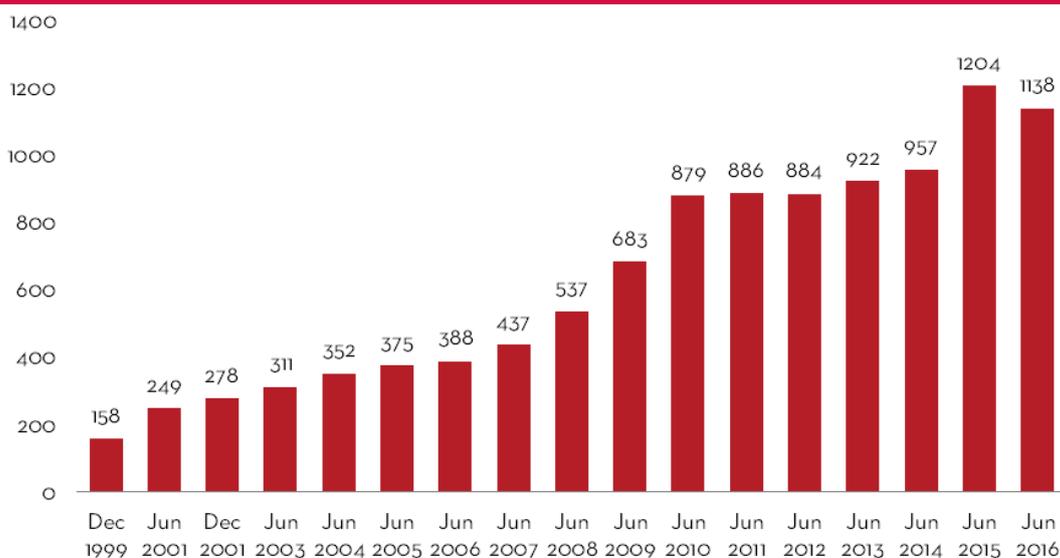
Riduzioni nei patrimoni SRI sono state registrate dal Regno Unito (a 18 mld/€ da 20 mld/€) che prosegue la propria fase di consolidamento, e - fra i paesi di dimensioni minori - dalla Spagna e dall'Austria.

In termini di asset class, la tipologia degli azionari è la più diffusa (46%), seguita da quella dei Fixed Income (30%) e dei Bilanciati (23%). L'incidenza dei fondi azionari ha interrotto il trend di crescita in atto dal 2011, in favore delle altre due tipologie, e nel giugno 2016 ha raggiunto il punto minimo del periodo di osservazione, pari al 46% del totale dei fondi socialmente responsabili (il massimo di 67% è stato toccato nel 2007, anno pre-crisi finanziaria).

I risultati della ricerca sono incoraggianti e confermano la sensibilità e l'attenzione verso gli aspetti sociali ed ambientali delle scelte di investimento. Non una moda, quindi, ma un nuovo orientamento degli investitori.

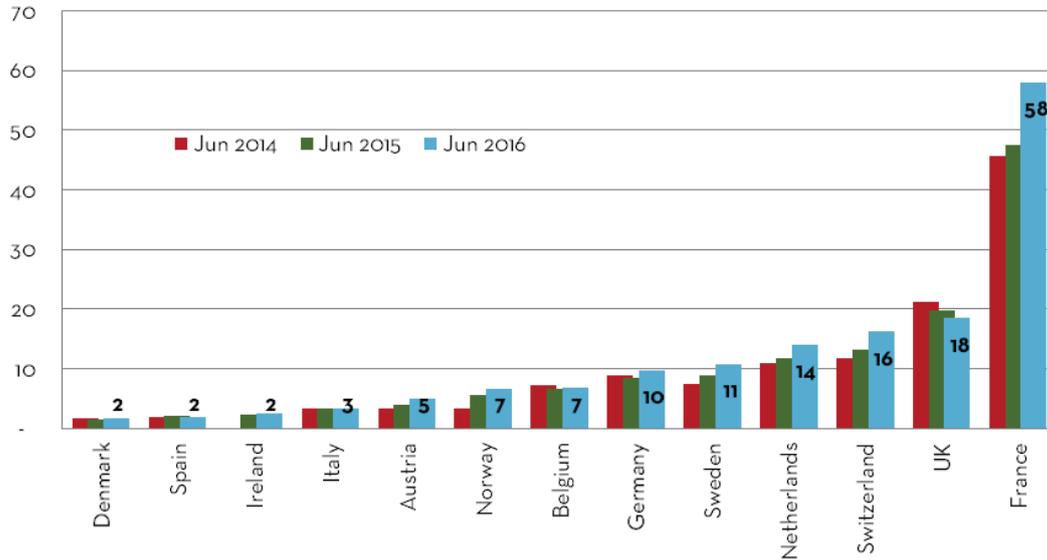
Il mercato dei fondi comuni retail socialmente responsabili in Europa resta caratterizzato da dimensioni modeste ma conferma ogni anno il proprio

Figura 1: Number of SRI Funds, cumulated, in the period 1999 to 2016 (on June 30, 2016)



Source: elaborazione VigeoEiris su dati Morningstar.

Figura 2: SR funds asset per country (June, 2016 - bn €)



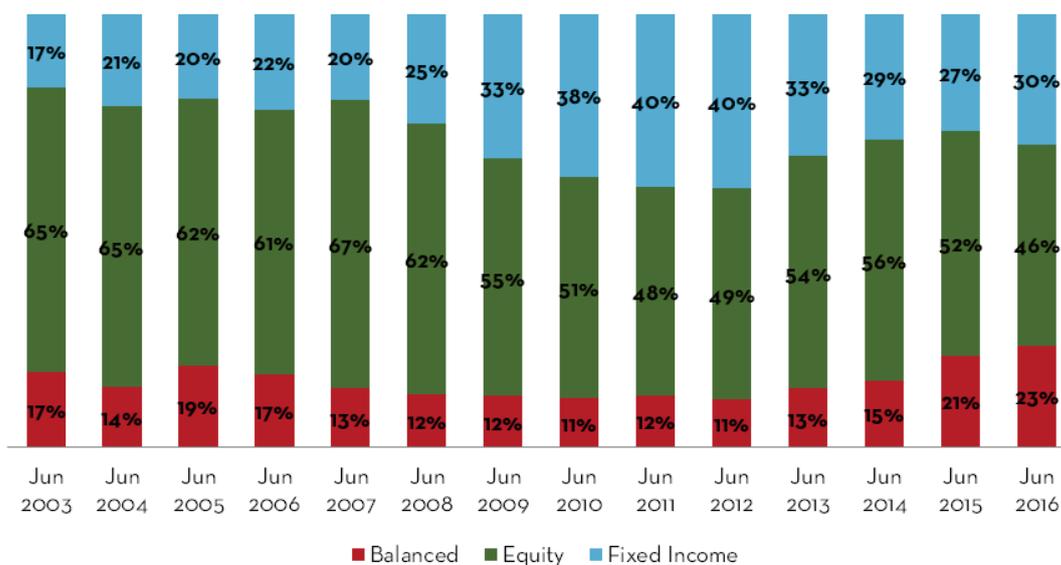
Source: elaborazione VigeoEiris su dati Morningstar.

dinamismo. Questa caratteristica è risultata evidente anche in periodi di scarsa fiducia nei confronti dei prodotti del risparmio gestito (crisi finanziaria 2008).

In futuro il ruolo degli investitori istituzionali, il dialogo sistematico tra azionisti e management delle imprese

e l'attenzione dei media sull'importanza di tematiche sociali ed ambientali per l'investitore saranno elementi determinanti e agiranno come driver catalizzatore nei confronti dell'investimento socialmente responsabile, trascinando anche l'industria retail.

Figura 3: SR Funds Typology Breakdown (% in terms of AUM, June 2016)



Source: elaborazione Vigeo su dati Morningstar.

Nota metodologica:

Il report **Green, social and ethical funds in Europe, 2016** è la 17a edizione dei fondi socialmente responsabili in Europa. La ricerca copre i fondi SRI presenti nei paesi Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Liechtenstein, Lituania, Lussemburgo, Norvegia, Polonia, Portogallo, Slovenia, Spagna, Svezia, Svizzera, Olanda e Regno Unito.

I fondi considerati nell'analisi devono avere le seguenti caratteristiche:

- devono essere fondi comuni d'investimento disponibili per il pubblico retail
- devono essere commercializzati come prodotti socialmente responsabili
- devono utilizzare screening sociali ed ambientali per la selezione di titoli azionari e obbligazionari.

Non sono quindi considerati nell'analisi:

- i fondi definiti etici che effettuano devoluzioni di parte delle loro commissioni a fini benefici,
- i fondi dedicati soltanto agli investitori istituzionali,
- i fondi che pur applicando screening di selezione sociale ed ambientale non sono commercializzati come prodotti socialmente responsabili.

Infine, per evitare doppi conteggi si è tenuto in considerazione il domicilio del fondo: un fondo comune domiciliato in Svizzera e venduto anche in Germania, è un fondo svizzero. Le sicav lussemburghesi sono state allocate nel paese di domiciliazione della società di gestione del risparmio che le ha emesse.

VigeoEiris è un'agenzia internazionale di analisi della responsabilità sociale delle imprese. Il team è composto da 180 dipendenti di 28 nazionalità diverse, con competenze interdisciplinari, localizzati in diverse sedi, quali Parigi, Bruxelles, Milano, Casablanca, Londra, Boston, Montreal, Tokyo e Santiago del Cile.

MATTEO SOLBIATI

Senior Advisor - GFG Groupe Financier de Gestion SAM



GFG Groupe Financier de Gestion SAM, fondata nel 2010, è una società monegasca che fornisce servizi finanziari, avvalendosi anche del supporto consulenziale di un ufficio a Losanna e uno a Milano. Il team di oltre 25 professionisti, comprensivo di 5 director, ha maturato nelle principali istituzioni europee e mondiali un'esperienza internazionale, multi-asset e trasversale in diversi settori finanziari. Matteo Solbiati è in GFG dal 2009. È inoltre Presidente di DIADEMA Capital Advisors SA. Precedentemente ha ricoperto la carica di Director presso PARADIGM Global Advisors LLC ed è stato Director - Head of Trading & Structuring presso Fineco SIM a Milano (dal 1997 al 2003).

Negli ultimi 25 anni gli Hedge Fund sono stati spesso parte consistente del portafoglio di molti investitori. Nel 2016 si sta osservando una inversione di tale trend. Come lo giustifica?

Il mercato degli Hedge Fund è stato caratterizzato da due fasi ben distinte. A partire dalla fine degli anni '80 fino al 2008 il settore ha fornito, quasi sempre, risultati migliori rispetto al mercato azionario in termini di Risk Adjusted Return. Negli ultimissimi anni si è assistito invece a una flessione evidente dei rendimenti medi. Contestualmente si è riscontrato un progressivo peggioramento nella percezione degli Hedge Fund, accompagnato da un rallentamento nella raccolta. La diminuzione delle masse che si sta osservando nel 2016 è spiegata molto probabilmente dalla performance media decisamente insoddisfacente degli ultimissimi anni.

Quali possono essere le cause dell'evidente calo delle performance medie a partire dal 2008?

La ragione va molto probabilmente ricercata nell'evoluzione che ha caratterizzato questo settore. Gli Hedge Fund sono stati storicamente caratterizzati dalla gestione attiva, da un maggior orientamento all'absolute return rispetto al relative return, dal basso livello di liquidabilità degli asset gestiti e dalla maggiore libertà di investimento del fund manager. Le strategie di gestione sono solitamente impostate su posizioni long-short e con un uso della leva finanziaria superiore ad uno. Altre peculiarità storiche degli Hedge Fund sono il domicilio, di frequente offshore, e le consistenti performance fee.

Recentemente sono cambiate molte cose e alcune di queste peculiarità, alla base dell'idea comune di Hedge Fund, sono venute meno. Successivamente alla crisi del 2008, alla luce di precedenti come quelli dei casi Madoff e Lehman Brothers, la regolamentazione di questo settore è diventata molto più stringente: la maggior parte delle strutture sono ora onshore, gestite tramite veicoli Lussemburghesi (SIF, ARU) e Irlandesi (QIF). L'universo d'investimento è stato ridotto, parallelamente a un graduale aumento dei controlli e dei vincoli sulla qualità e sulla liquidabilità degli asset. La trasparenza dei portafogli, inoltre, ha di frequente determinato una minor "segretezza" delle strategie d'investimento per generare absolute return.

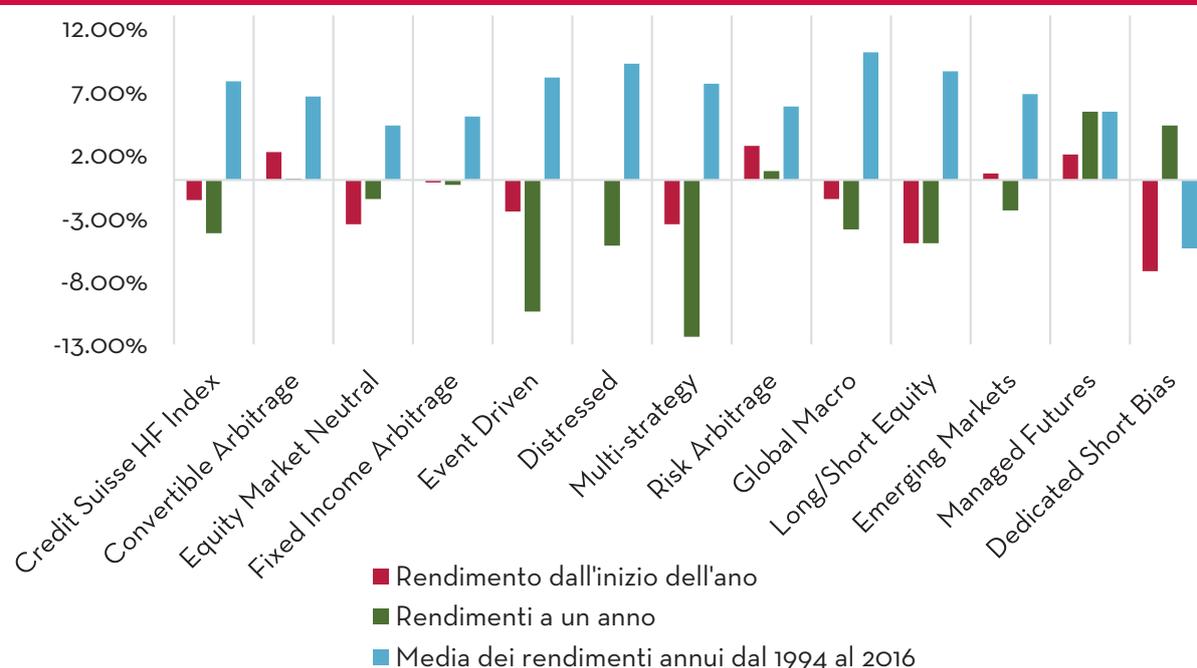
In questo nuovo environment, una delle principali cause del recente calo di performance di questa asset class, snaturata e limitata da vincoli normativi, va ricercata nei minori gradi di libertà rispetto al passato a disposizione dei gestori per generare Alpha.



Il segmento degli Hedge Fund è rappresentato da diverse strategie di gestione, anche molto diverse tra loro. Questa dinamica dei rendimenti si osserva in tutto il settore?

L'impianto normativo più stringente rispetto al passato interessa tutto il comparto. Guardando, infatti, le performance recenti degli Hedge Fund, quasi tutte le strategie registrano rendimenti drasticamente inferiori al passato, in maniera uniforme tra le diverse categorie.

Figura 1: Rendimenti recenti a confronto con i rendimenti storici. Dati a Giugno 2016



Fonte: CS HF Indexes.

In un segmento in forte evoluzione, la diminuzione dei rendimenti va ricercata anche nel cambiamento dell'offerta?

Negli ultimi 10 anni, l'ampliamento del perimetro dei sottoscrittori (esteso anche al "retail") ha significativamente contribuito alla continua e costante crescita degli asset in gestione. Questa dinamica ha attirato in questo settore nuovi e diversi fund manager provocando inevitabilmente un calo delle performance medie. Questo processo è stato facilitato anche dalle più famose piattaforme di managed account che hanno aperto le porte a un maggior numero di manager rispetto al passato, consentendo all'industria delle Investment Bank di proporsi sempre più come polo accentratore dell'attività.

Resta ancora dell'Alpha in questa asset class o ritiene che il periodo d'oro degli Hedge Fund sia giunto al termine?

A nostro avviso l'expertise e le skill di alcuni fund manager rimangono tuttora intatte e possono essere sfruttate: è soltanto necessario armarsi di un buon strumento di screening e selezionare i fondi espressione di manager solidi e consistenti nel tempo. Specialmente in momenti di mercato come quello che stiamo vivendo, caratterizzati da tassi molto bassi, è ancora più importante selezionare manager in grado di generare extra profitto oltre alla performance necessaria per coprire le fee. Si osserva molta dispersione nelle performance all'interno delle diverse strategie e questo conferma la necessità e utilità di un valido modello di selezione.

Che caratteristiche deve avere un modello di selezione di Hedge Fund?

Costruire un modello di valutazione di Hedge Fund non è banale a causa dell'ampio ventaglio di tipologie d'investimento utilizzate. È necessario inoltre adottare una metodologia in grado di ovviare alla forma e tipologia di dati disponibili, solitamente non uniformi.

Quali sono le caratteristiche dalle quali un buon selettore di Hedge Fund non può prescindere?

Affinché la valutazione delle performance sia consistente, occorre innanzitutto individuare un benchmark di riferimento rispetto al quale valutare lo strumento in analisi. Per gli Hedge Fund questo è sempre stato un forte punto di debolezza in quanto risulta difficile inquadrare i fondi in categorie ben precise, considerato anche il fatto che sovente i manager dichiarano uno stile o focus poi non necessariamente implementato.

Primo ingrediente di un buon selettore di Hedge Fund è quindi una metodologia che permetta di suddividere l'universo dei fondi in cluster quanto più possibile uniformi, sia sulla base delle indicazioni fornite dai manager stessi, sia dalle analogie riscontrate a livello di performance in diverse condizioni di mercato.

È altresì importante essere in grado di operare una pulizia del dato, eliminando tutte le possibili distorsioni (bias) che altererebbero la coerenza e la consistenza delle analisi.

Quali sono le fasi fondamentali di questo processo di pulizia e clustering?

Innanzitutto il calcolo ex-post dei benchmark deve essere sterilizzato dal "Survivorship Bias", ovvero l'inclusione nel calcolo mensile della performance del benchmark di tutti i fondi attivi in quel mese, non solo

di quelli ancora attivi alla data ex-post. È inoltre utile ricordare che per gli Hedge Fund non è obbligatorio dichiarare le performance dall'anno di lancio del prodotto. Questo porta inevitabilmente i manager a segnalare le proprie performance a partire dal primo anno in cui queste sono degne di nota. La letteratura ha definito questa distorsione "Self-Definition Bias".

Simmetrico, in quanto relativo alla chiusura di un Hedge Fund e non al suo lancio, è il "Liquidation Bias": gli Hedge Fund che a causa di performance molto negative iniziano il processo di liquidazione del fondo, non hanno alcun incentivo a pubblicare i rendimenti degli ultimi mesi. Sempre quindi a causa della facoltà dei fund manager di iniziare e di interrompere la comunicazione delle performance a loro discrezione, il campione di analisi può essere drasticamente ridotto senza una concreta ragione. In pratica questa distorsione porta a un innalzamento del rendimento medio del benchmark/cluster, con il rischio di identificare come ordinarie performance invece ottime di alcuni fondi.

Queste ed altre distorsioni sono la prova che sia indispensabile affidarsi ad un modello di selezione specifico di questa asset class, che riesca a individuare i manager capaci che offrono risultati persistenti nel tempo.

Q uale rilevanza assume la misurazione dei rischi nel processo di selezione?

La misura e la gestione del rischio restano componenti chiave per un buon selettore di Hedge Fund. In primo luogo, la corretta identificazione di fondi che generano costantemente nel tempo dell'Alpha è già di per sé un primo layer di risk management, in quanto l'universo d'investimento viene ridotto ai soli manager che si sono dimostrati in grado in prima persona di effettuare una consistente analisi di rischio sui propri prodotti. Un ulteriore step in questa direzione consiste in un'analisi approfondita dei maggiori drawdown dei fondi selezionati in concomitanza di eventi non ordinari. Una valutazione qualitativa del portafoglio dei singoli Hedge Fund in queste circostanze permette una migliore valutazione dell'abilità del manager nel gestire i momenti di mercato ad alto rischio.

A queste misure implicite di risk management ex-ante si aggiungono altre due principali forme di risk measurement ex-post: monitoraggio dei drawdown ed analisi di stabilità della correlazione a breve termine. Definiti i fondi migliori di ogni categoria, è infatti utile continuare a monitorarne i drawdown, in termini assoluti e relativi al benchmark di riferimento, per intervenire nelle situazioni critiche. La crescita della correlazione a breve termine delle diverse categorie, inoltre, è il primo sintomo importante di una forte rischiosità di mercato, altro ingrediente da tenere in considerazione nella selezione fondi.

In conclusione, le condizioni di mercato sembrano essere quelle giuste per il settore degli Hedge Fund e l'Alpha generation di questa asset class è ancora intatto: serve solo il modello corretto per identificarlo.



 @PrometeiaGroup

 prometeiagroup

 prometeia

 prometeia

www.prometeia.it/prometeia-advisor-sim