

Anteo

newsletter per l'investitore istituzionale

n.99

SETTEMBRE 2018



prometeia
ADVISOR SIM

INDICE

EDITORIALE

p. 3

ANGOLO DELL'ANALISI

Prof. Paolo Onofri
Vicepresidente - Prometeia

p. 5

CONTRIBUTI

SINTESI DELLE SESSIONI PARALLELE DI MALTA
Davide Squarzoni, Amministratore Delegato - Prometeia Advisor SIM

p. 9

CHE ANNO CI ASPETTA SUI MERCATI FINANZIARI
*Sintesi della presentazione tenuta da Lea Zicchino a Malta
in occasione del 14° Percorso di InFormazione di Prometeia Advisor SIM*
Lea Zicchino, Partner - Prometeia

p. 12

OSSERVATORIO PROMETEIA

QUANTO COSTEREBBE ALLE FAMIGLIE L'INCREMENTO
DELLE ALIQUOTE IVA?
Elena Giarda - Prometeia Associazione

p. 15

NON C'E' UN "SILVER BULLET" PER I PROBLEMI
DEL MEZZOGIORNO
Stefania Tomasini - Prometeia Associazione

p. 17

LA PAROLA A...

Giovanni Luschi
Consigliere e Partner - Green Arrow Capital SGR

p. 19

Roberto Scisci
Gestore del fondo Euro Global Bond - GFG Group Financier de Gestion

p. 23

CONTRIBUTI

L'OUTLOOK DEL MERCATO ISTITUZIONALE DI PROMETEIA
Vinceza Di Lorenzo, Senior Specialist - Prometeia

p. 27

EDITORIALE

L'edizione numero 99 di Anteo arriva poco prima di una vigilia importante, quella della Legge di Bilancio, preceduta dal DEF e dalla Nota di "variazione" propedeutica".

Su queste pagine ci soffermiamo su due temi, con il contributo dei colleghi di Prometeia Associazione: l'impatto del potenziale incremento delle aliquote IVA, qualora non vengano disinnescate le clausole di salvaguardia, il divario Nord - Sud, ancor più conclamato dopo la forte polarizzazione scaturita dalle ultime elezioni.

Sul tema IVA, troverete quantificazioni più precise e un'interessante analisi micro-fondata, con una chiave di lettura che non dovrebbe sfuggire al policy maker, pur nella necessità di dover ripensare la composizione della tassazione tra imposte dirette e indirette verso un mix più simile a quello dei principali Paesi europei.

Della "questione meridionale" vengono stilizzate le numerose sfaccettature, con dati impietosi ad evidenziarne la rilevanza. Non ci possono essere, quindi, ricette magiche, ma anche in questo caso si potrebbe partire offrendo incentivi fiscali e contributivi a famiglie ed imprese che si stabiliscano al Sud, invece di assistere impotenti alla delocalizzazione e alla migrazione dei pensionati verso il Portogallo o la Bulgaria.

L'incertezza regna sovrana sui mercati finanziari. Nel suo "Angolo dell'analisi" il Professor Onofri ci aiuta come sempre a interpretare gli accadimenti e a trovare qualche chiave di lettura per anticipare cosa potrà accadere.

A supporto ci pare poi utile proporre a tutti i lettori la sintesi della presentazione "Che anno ci aspetta sui mercati finanziari", svolta dalla collega di Prometeia Lea Zicchino a Malta, in

occasione del 14° Percorso di inFormazione di Prometeia Advisor SIM.

Proprio a Malta ci eravamo lasciati con l'ultimo numero di ANTEO, come ogni anno pronto a dare eco a quanto presentato nei nostri Percorsi, a beneficio di chi non vi partecipa.

Anche quest'anno numeri importanti: 76 Enti rappresentati (tra cui 24 Fondazioni, 24 Fondi Pensione, 10 Casse di Previdenza, 6 Casse Sanitarie), 203 delegati presenti ai lavori.

Ci pare utile riproporre a tutti le principali evidenze emerse dai sempre vivaci momenti di dialogo con la platea dei delegati, che da qualche anno a questa parte animano le tavole rotonde delle sessioni plenarie.

Pur dichiarando una maggiore insoddisfazione per gestori e strumenti di investimento (18% poco o per nulla soddisfatti vs 11% del 2017), prevaleva ancora un certo ottimismo sui risultati 2018 a valore di mercato (82% tra 0 e 3%). Il rischio maggiore per i portafogli nel prossimo triennio aveva sempre poco a che fare con inflazione/deflazione (6,5% in totale, in linea con il 2017) e comprensibilmente meno con l'aumento dei tassi di interesse, già in parte nei prezzi (22% vs 40% del 2017): forte enfasi, invece, sul forte e repentino incremento di volatilità e correlazioni, scelto come principale rischio dal 79% degli investitori e dal 75% dei gestori.

Interessante, infine, quanto emerso rispetto alla possibile evoluzione dell'aumento della componente meno liquida o illiquida sperimentata da molti portafogli istituzionali negli ultimi anni.

Il 30% degli investitori e il 50% dei gestori ritiene strutturale il trend, con una polarizzazione rispetto

al 42% degli investitori e al 29% dei gestori che invece ritengono che il fenomeno si attenuerà non appena il rendimento delle obbligazioni governative torneranno sulle loro medie storiche. I gestori poi, scottati da quanto accaduto in passato, temono molto più degli investitori che il trend si interromperà bruscamente in conseguenza di una crisi di liquidità, simile a quella del 2007-2008 (14% vs 3%).

Ci è parso quindi naturale, alla luce di queste evidenze, chiosare con un paio di contributi dell'industria finanziaria: uno sulle potenziali opportunità offerte dal mercato dei bond governativi, l'altro sugli NPL, uno dei temi di investimento più in voga nel mondo degli illiquidi,

oltre che ritenuto più consono per investitori con asset allocation storicamente molto esposte a tassi e credito bancario.

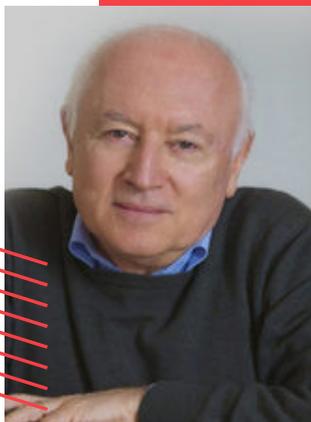
Prima di salutarvi e dare il via al countdown per i 100 di ANTEO, consentiteci un saluto a Marco Fusco e Robert Tomei, due amici che ora ci leggono dal cielo.

Il numero del centenario del gigante ANTEO, nato sotto la torre Garisenda ispirato dai versi del sommo Dante, merita sicuramente qualcosa di speciale, nella forma e nel contenuto: cercheremo come sempre di non deludere i lettori del nostro periodico momento di inFormazione.

Buona lettura a tutti!

PROF. PAOLO ONOFRI

Vicepresidente - Prometeia



Situazione economica generale: la crescita economica continua la fase espansiva ma i rischi di sostenibilità per i prossimi anni sono in aumento?

È certamente molto più facile una narrazione dei rischi più o meno definiti che potrebbero essere di fronte a noi, che non un racconto di ulteriori numerosi anni di crescita regolare. Non c'è che il problema della scelta: l'"invecchiamento" della ripresa americana, anche se rinvigorita dalle misure fiscali del Presidente Trump; gli effetti sui tassi di interesse dell'espansione fiscale in condizioni di quasi piena occupazione; l'elevata formazione di debito pubblico e privato rispetto al Pil un po' dappertutto; conseguenti timori dall'elevato livello raggiunto dai prezzi di alcuni asset; e, se non fossero abbastanza, anche i timori che la tranquillità, in queste condizioni, sia solo un presagio di tempesta. Ovviamente, un conto è enunciare genericamente la categoria di un rischio, altro è valutare in modo concreto l'entità di ciascun rischio.

Proviamo allora a vederli, se possibile, uno per uno...

Proviamoci, cominciando dalla situazione americana. La crescita finora, nel 2018, è andata oltre le attese, ma nel quarto trimestre si prevede che rallenti e dopo l'esaurimento, sul finire del 2019 degli impulsi fiscali già impartiti, il 2020 dovrebbe essere, a parità di tutto il resto, un anno di forte rallentamento. C'è da chiedersi se sia una previsione realistica, essendo il 2020 l'anno del tentativo di Trump di farsi rieleggere. È prevedibile, a mio parere, che farà di tutto per evitare rallentamento/recessione durante l'anno elettorale: ulteriori stimoli fiscali; pressioni, al di là del fair play istituzionale, sulla Fed perché rallenti o addirittura, a quel punto, riduca nuovamente i tassi di policy; inasprimento ulteriore delle restrizioni al commercio internazionale nel tentativo di favorire le produzioni nazionali. Tutto ciò potrebbe evitare una recessione nel 2020, ma la garantirebbe per il 2021, in condizioni peggiorate.

Guardando più vicino, a novembre ci saranno le elezioni di *mid term*; che cosa possiamo aspettarci?

Da quanto si legge, per Trump il rischio maggiore sembrerebbe essere di perdere il controllo del Congresso, ma non del Senato. Molti altri presidenti si sono trovati in quella condizione; probabilmente cercherebbe di cominciare subito a lavorare per la sua rielezione anticipando interventi per evitare l'ipotetica recessione cui facevo riferimento prima per il 2020.

Paradossalmente la crescita americana corrente avviene con una dinamica dei salari reali praticamente piatta; può rappresentare un possibile vincolo alla crescita?

In astratto sì, per gli effetti sulla distribuzione del reddito, già di per sé resa più diseguale dall'andamento della tecnologia. Il problema potrebbe aggravarsi se la politica dei dazi dovesse determinare un aumento dell'inflazione importata non compensato da un eventuale rafforzamento del dollaro, il che porterebbe a una riduzione dei salari reali, non più solo una stagnazione. Ma il problema è la distribuzione dei salari per le diverse occupazioni, oltre a rendere più arrabbiata la comunicazione sulla concorrenza di prodotti esteri, anche la concorrenza dell'immigrazione sulle fasce più basse dei lavori sarebbe ulteriormente presa di mira. *Extrema ratio*, potrebbe aumentare il salario minimo nazionale.

Passiamo ora agli effetti sui Mercati Emergenti degli aumenti dei tassi di interesse in presenza di elevate posizioni di debito in dollari; sono preoccupanti?

Questa è una situazione sperimentata più volte nel passato, quando le difficoltà dei paesi più indebitati in valuta hanno innescato crisi che si sono diffuse ad altri paesi senza lasciare immuni i paesi maturi. Le crisi di Argentina e Turchia, senza dimenticare Sud Africa e Venezuela, sembrano per ora aver avuto effetti tutto sommato modesti. Allo stato attuale i rischi di contagio vanno valutati separatamente nei due casi. In Argentina la possibilità di tenere sotto controllo la situazione dipende dalla capacità del governo Macri di mettere in atto misure di bilancio pubblico che garantiscano la solvibilità del debito pubblico a breve distanza dalle elezioni politiche; se ciò non risultasse possibile, il rischio di default sul debito sarebbe elevato. In quel caso il rischio di contagio sarebbe più intenso sul continente americano, ovviamente.

Per quanto riguarda la Turchia è cruciale la situazione di indebitamento in dollari delle imprese e la loro capacità di farvi fronte dato il forte deprezzamento della lira turca. Se molte imprese fossero messe in difficoltà, gli effetti si avrebbero sul sistema bancario turco e di lì su alcune banche europee che lo hanno finanziato. Erdogan ha chiesto alla Banca Centrale di fornire tutta la liquidità che il sistema richiede, ma se le riserve di valuta estera della Banca Centrale non fossero sufficienti...? È per questa ragione che, da un lato, la BC turca ha alzato il tasso di policy al 24%, con questo affermando la propria indipendenza, e, dall'altro, Erdogan ha adottato misure di tipo amministrativo sui contratti da redigere in lire turche e non in valute internazionali. Sgonfiando, almeno temporaneamente, la domanda di valuta. Allo stato attuale, quindi, non drammatizzerei troppo le situazioni, rimanendo, comunque, più timoroso per la situazione Argentina, dati i precedenti, anche se la Turchia non è priva di tale tipo di precedenti.

Veniamo alla situazione economica europea; la crescita sembra stabilizzarsi ma ci sono attese di rallentamento per il 2019; quanto possa essere attribuibile alle dinamiche attese del commercio internazionale e quanto invece alle dinamiche politiche interne dei vari paesi che potrebbero avere maggiori difficoltà nel proporre politiche a sostegno della crescita?

Il rallentamento si osserva già nel corso del 2018, non è drammatico ma si estenderà in ogni caso al 2019. I fattori principali ad agire sono la minore crescita del commercio mondiale, prima ancora che i dazi finora messi in atto abbiano esercitato pienamente il loro effetto, e l'apprezzamento del tasso di cambio nominale effettivo dell'euro. Vi si potrebbe aggiungere, sia pure con effetti marginali, l'aumento del 40% circa del prezzo del petrolio tra il 2017 e i primi otto mesi del 2018. Anche in questo caso la situazione prospettica non va drammatizzata, il rallentamento della crescita europea è e sarà limitato a pochi decimi di punto.

La situazione politica europea è anch'essa a rischio infatti molti leader (da Merkel a Macron) sono alle prese con situazioni interne piuttosto difficili, rendendo più complesse le dialettiche attorno ai temi più caldi, dalle politiche sulla gestione dell'immigrazione a quelle di politica economica. Ciò accresce i timori per la tenuta dell'Unione Europea e aumenta la necessità di un "tagliando"?

Il detonatore per i rischi di frammentazione dell'Europa sta in Italia, dove sembrano esservi due possibili linee strategiche convergenti: l'una di alzare i toni sulla governance e sulle rappresentanze da eleggere il prossimo maggio 2019 per portare a casa il massimo possibile in termini concessioni sulla prossima legge di bilancio; l'altra di garantire comunque di stare nei limiti e negli accordi abbassando i toni sulla sovranità in tema di politica economica. Agli irriducibili del no euro è stata messa la sordina, ora, ma se le elezioni europee dovessero garantire alla Lega ciò che i sondaggi anticipano, questi uscirebbero allo scoperto con i piani pronti per l'Italexit. Paradossalmente, tali piani potrebbero essere osteggiati maggiormente da un rovesciamento della maggioranza al Parlamento europeo a favore dei sovranisti, i quali, a mio parere, si guarderebbero bene dallo sfasciare il giocattolo che si troverebbero tra le mani.

A questo punto il rischio Italia: c'è molta attesa per la legge di bilancio e il rispetto dei parametri europei. Sarà il vero banco di prova per la tenuta di questo governo?

Non credo si possano determinare di qui a Natale condizioni per una crisi di governo; un compromesso tra i due partiti che lo sostengono sarà trovato, così come anche tra Governo e Commissione Europea. Nessuno ha interesse a trovarsi in una condizione di crisi finanziaria da affrontare con restrizioni di bilancio: un poco di tutte le promesse e attacchi crescenti contro la

Commissione Europea che “impedisce l’esecuzione di ciò che la volontà popolare ha espresso” sarà la soluzione. La durata di una tale tregua tra le forze politiche dipenderà dalla forza virtuale che la Lega otterrà alle elezioni europee e da quanto Salvini saprà aspettare di prendere in mano direttamente il governo con nuove elezioni e nuove alleanze. Si tratta di esiti possibili, ma allo stato attuale mi pare non siano ancora dominanti.

Q uale sarà l’effetto di queste prospettive sui BTP?

C ome abbiamo potuto notare i mercati finanziari sono molto reattivi di fronte alle incertezze politiche ed economiche. Lo spread dopo aver sfiorato i 300 pb staziona attualmente attorno a 250 pb: possiamo ritenerla una soglia che incorpora gli attuali rischi politici di breve termine. Diverso sarebbe al maturare dell’evoluzione che ho descritto un attimo fa nel corso del 2019. *Adelante cum judicio!*

SINTESI DELLE SESSIONI PARALLELE DI MALTA

Davide Squarzoni, Amministratore Delegato - Prometeia Advisor SIM

A partire dal 2009, nel pomeriggio della prima giornata di lavoro dei Percorsi di inFormazione di Prometeia Advisor SIM sono organizzate le cosiddette "sessioni parallele": meeting a porte chiuse dove gli investitori istituzionali, coordinati dai relationship manager di Prometeia Advisor SIM, affrontano temi di rilevanza per il proprio settore di appartenenza, mettendo a fattor comune esperienze, criticità evidenziate e proposte di intervento.

Di seguito una breve sintesi delle sessioni che si sono svolte in occasione dell'evento del 2018, che si è tenuto a Malta dal 21 al 24 giugno.

CASSE DI PREVIDENZA

La sessione dedicata alle Casse di Previdenza è iniziata con un'ampia introduzione sull'Asset Allocation di portafoglio necessaria per affrontare le potenziali turbolenze causate dall'uscita, seppur graduale, dal QE. Un particolare riferimento poi è stato fatto all'inserimento di investimenti alternativi decorrelati dal beta di mercato e alla connessa necessità di un presidio forte di Risk Management (vista anche la tendenza ad aumentare la diversificazione dei patrimoni). Il dibattito si è poi concentrato sulle tematiche di investimento "mission related".

Gli Enti previdenziali, coscienti della necessità di diversificare gli investimenti al fine di migliorare il profilo di redditività attesa del patrimonio, hanno condiviso l'esigenza di investire in iniziative a supporto della propria collettività di iscritti, siano esse di sistema" piuttosto che proposte dall'industria finanziaria.

Fattore chiave, viste anche le risorse a disposizione delle Casse, è fare sistema mettendo a fattor comune le competenze tecniche dei singoli Enti per proporre iniziative che sostengano prima di tutto la capacità di reddito dei loro iscritti e, conseguentemente, l'economia.

La necessità di politiche di assistenza agli iscritti unita al bisogno di riqualificazione della componente

immobiliare potrebbero rendere interessante, ad esempio, il tema delle RSA, che permetterebbe di aumentare i rendimenti attesi di portafoglio (in un quadro di riduzione della componente immobiliare) oltre che registrare un impatto sociale indiretto sulle collettività delle singole Casse. Adepp sta cercando di promuovere, attraverso la fiscalità di scopo, anche iniziative a favore dei giovani e per le Casse in difficoltà, alla luce dei 3 grandi gap che caratterizzano il tessuto economico italiano: il gap generazionale (i professionisti più maturi guadagnano molto più dei giovani) il gap di genere (gli uomini guadagnano molto più delle donne) e il gap geografico (la disparità di stipendi tra una regione italiana e l'altra). La tendenza quindi ad investire in una logica di impatto sociale finalizzato alle collettività di riferimento è certamente coerente con la mission degli Enti di previdenza e aumenta l'efficacia se fatto su dimensioni rilevanti, anche attraverso iniziative consortili, fermo restando l'obiettivo primario delle Casse, ovvero pagare prestazioni agli iscritti in un quadro di sostenibilità del sistema.

FONDI PENSIONE

La sessione dedicata ai Fondi Pensione ha toccato tre argomenti, affrontati anche grazie al prezioso contributo fornito da Assoprevidenza e Assofondipensione.

Il primo riguarda la R.I.T.A. e i possibili impatti sulle scelte di Asset Allocation per gli amministratori dei Fondi Pensione. La possibilità per gli aderenti, a determinate condizioni, di richiedere la restituzione - anche integrale - dello zainetto previdenziale di Il pilastro, è ritenuto un passo in avanti in termini di flessibilità del sistema, sia per i lavoratori che per le aziende. Gli impatti pratici, nel breve periodo non sono facilmente prevedibili ma non preoccupano per ora i Fondi Pensione. Senza dubbio la crescita importante degli zainetti inciderà sulle scelte dei lavoratori e potrà essere integrata nella gestione dei rischi finanziari del Fondo.

È stato quindi affrontato il tema delle garanzie fuori mercato, con particolare riferimento alla problematica dei comparti Garantiti, che riguarda quasi il 25% degli attuali aderenti ai Fondi Pensione italiani.

Il contesto di mercato non consente di coniugare garanzie di restituzione del capitale con il conseguimento di rendimenti comparabili con la rivalutazione del TFR: questo riguarda non solo le gestioni finanziarie di Ramo VI ma, più recentemente, anche le gestioni di Ramo V, soprattutto a seguito dell'entrata in vigore di Solvency II (2016).

È opportuno quindi cercare di innovare il modello degli investimenti per fornire una risposta adeguata agli aderenti anche al fine di prevenire fenomeni mediatici avversi. Non è emersa un'unica soluzione bensì un pacchetto di interventi che, partendo da una puntuale analisi dei livelli delle garanzie, per singola testa, consenta ai gestori finanziari di assumersi maggiori rischi, a beneficio delle aspettative di rendimento di lungo termine.

In altre parole un'impostazione di tipo ALM. Al riguardo sono stati anche ricordate alcune esperienze dei Fondi Pensione, tra cui anche quella di un primario Fondo Pensione che ha costituito un comparto garantito target date, ovvero destinato a ricevere contributi da una platea predefinita di aderenti.

Si è discusso, infine, della competitività dei rendimenti anche per comparti non garantiti ed è stato illustrato un esercizio di Asset Allocation di tipo core-satellite. Innanzitutto la quantificazione della quota di portafoglio investibile in private asset (satellite), parametrata ai saldi previdenziali prevedibili. Successivamente l'asset mix del portafoglio satellite che prevede, nell'esercizio, private equity e private debt. Sulla base di una modellizzazione comunque prudentiale dei flussi di cassa e del profilo reddituale, emerge che l'impostazione proposta migliori sensibilmente la redditività di lungo periodo, a fronte di impatti negativi di breve e collegati al tipico profilo della J-curve dei private asset che richiedono un'adeguata attenzione e gestione, ad esempio consentendo l'accesso al mercato secondario dei private asset. In ogni caso, anche al fine di conseguire un'adeguata diversificazione, è emerso per diversi Fondi Pensione l'opportunità di privilegiare il modello di investimento indiretto, ovvero attuato tramite un mandato di gestione affidato ad una società specializzata.

FONDAZIONI BANCARIE

La sessione parallela della Fondazioni ha cercato di rispondere alla domanda: come porsi nei confronti del territorio nell'attuale contesto che risulta profondamente modificato nelle dinamiche finanziarie, normative e istituzionali? Con l'entrata a regime del Protocollo d'Intesa Acri-MEF, la gestione del patrimonio delle Fondazioni dovrà necessariamente focalizzarsi su alcune tematiche ormai imprescindibili: il livello di concentrazione sul settore bancario, al di là dei limiti imposti dal Protocollo; la ridefinizione dei rapporti con il territorio di riferimento anche mediante le politiche di investimento; la conseguente revisione delle politiche e dei modelli di investimento. Come di consueto è stato presentato lo scenario del sistema bancario italiano in base alle ultime analisi effettuate da Prometeia. Nonostante un primo trimestre del 2018 complessivamente in utile (3,2 miliardi di euro di cui 2,4 derivanti da Unicredit e Intesa), il problema principale delle banche italiane rimane la redditività corrente e prospettica in un contesto in cui la riduzione dei crediti deteriorati resta un percorso ancora rilevante e che potrà, insieme al completamento del quadro normativo, incidere sulle politiche di distribuzione dei dividendi nei prossimi anni. In tale contesto diventa sempre più importante un approccio ALM cercando il giusto mix tra la necessità di salvaguardare il patrimonio in termini reali e quella di massimizzare la capacità erogativa su livelli però sostenibili nel tempo. In questo senso, le modifiche strutturali intervenuti nel tessuto economico e sociale italiano, nonché le profonde trasformazioni che hanno interessato il panorama istituzionale degli enti locali, ha accentuato la necessità di "elevare" la qualità degli interventi, soprattutto in un contesto di rendimenti tendenzialmente più contenuti rispetto ai cicli espansivi passati. Si è discusso della possibilità di sperimentare una "spending rule" in grado di agevolare una programmazione maggiormente integrata tra le esigenze del territorio e l'evoluzione attesa degli scenari e dei mercati, tema certamente complesso che merita necessariamente degli approfondimenti. In termini di sostegno allo sviluppo del territorio tramite le politiche di investimento, assumono sempre maggiore importanza gli investimenti cosiddetti "mission related", il cui perimetro può essere a volte di difficile identificazione ma che certamente va inquadrato in un ambito strategico e come tale andrebbe definito un importo massimo disponibile da destinare, in percentuale del patrimonio e

coerente con l'Asset Allocation della Fondazione. Sulle altre forme di sostegno al territorio, è emersa l'importanza di valutare forme di cooperazione a più livelli, per favorire lo sviluppo economico non solo locale. Questo si intreccia con l'implementazione di politiche di investimento che, sfruttando l'evoluzione dell'industria finanziaria, può generare soluzioni sempre più personalizzate e come tali in grado di creare sinergie verso obiettivi comuni. In sintesi, i tempi potrebbero essere ormai maturi per definire il modello delle Fondazioni del futuro; innanzitutto il processo di diversificazione rispetto al settore bancario appare ormai irreversibile. Il sostegno al territorio rimane un percorso imprescindibile, e su questo occorrono processi strutturati sui quali le forme di cooperazione potrebbero trovare piena integrazione. Sarebbe opportuno, infine, creare degli strumenti di investimento comuni e su questo l'industria finanziaria può svolgere un ruolo importante nell'agevolare soluzioni che possano coinvolgere più soggetti nel sostegno alle imprese e all'economia dei rispettivi territori.

FONDI E CASSE SANITARIE

La sessione dedicata ai Fondi e alle Casse Sanitarie, dopo un'ampia introduzione sull'impatto sociale della Sanità integrativa in termini di adeguatezza assistenziale, tenuto conto anche dei limiti di finanziamento del SSN (e ferma restando la centralità dello stesso), si è concentrata sulle tematiche di capital allocation per un impiego ottimale del patrimonio a disposizione e con l'obiettivo di erogare prestazioni adeguate in un quadro di sostenibilità endogena all'Ente. Si è discusso delle possibili caratteristiche di una policy di accantonamento a riserva per la copertura di eventi inattesi e alla conseguente necessità di gestire il patrimonio così individuato, secondo modelli finalizzati alla conservazione del valore reale e all'accantonamento a riserva.

È emerso come, seppur nell'eterogeneità presente all'interno del settore, l'assenza di una normativa di riferimento imponga agli Enti di sanità integrativa di fare sistema per trovare linee comuni e soprattutto modelli di autoregolamentazione tali da costituire una vera e propria best practice nella gestione dei rischi, da utilizzare, oltre che per massimizzare efficienza ed efficacia della loro azione, anche nell'interlocazione con il legislatore.

CHE ANNO CI ASPETTA SUI MERCATI FINANZIARI

Sintesi della presentazione tenuta da Lea Zicchino a Malta in occasione del 14° Percorso di InFormazione di Prometeia Advisor SIM

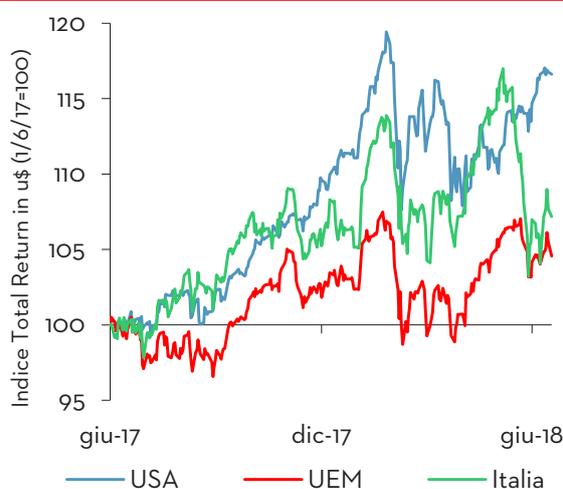
Francesco Amoroso, Alessio Iacopino,
Paola Priola, Lorenzo Prosperi,
Giacomo Tizzanini, Ugo Speculato,
Lea Zicchino - Prometeia

Dopo una lunga fase in cui a guidare i mercati è stata l'espansione dei bilanci delle Banche centrali, lo scorso anno a sostenere le attività finanziarie più rischiose sono state la crescita economica e la ripresa degli utili societari. Il picco della crescita è stato raggiunto e le Banche centrali, seppur in modo lento e graduale, hanno iniziato a ridurre la liquidità sui mercati. Cosa ci attende quindi sui mercati nei prossimi mesi?

Nel 2017 tutte le classi di attività hanno realizzato performance positive, in particolar modo il mercato azionario, sostenuto da prospettive di una economia in accelerazione. Nei primi mesi del 2018 la fase favorevole per i mercati finanziari sembra essersi interrotta. A febbraio, infatti, i mercati azionari hanno vissuto una fase di forte correzione per il timore di una normalizzazione più veloce della politica monetaria dopo un aumento delle attese di inflazione negli USA. Insomma, era maturata l'impressione che si fosse arrivati alla fine della fase di "Goldilocks", ossia di crescita accompagnata da assenza di pressioni sui prezzi, circostanza in cui non era necessario che la FED intervenisse con un aumento marcato dei tassi. Se negli USA si temeva un rallentamento indotto da una politica monetaria più restrittiva, le notizie sull'economia nell'UEM sono state invece deludenti, come evidenziato dall' "indice delle sorprese economiche" di Citigroup che, per l'area euro, sono state per gran parte negative.

Inoltre, la politica monetaria ha iniziato a ridurre gli impulsi espansivi sui prezzi. Dopo la FED, che ormai ha aumentato i tassi per la seconda volta nel 2018 e dovrebbe fare altri due interventi entro la fine dell'anno, la BCE ha annunciato che, dopo una breve fase tapering, il programma di espansione quantitativa terminerà a dicembre 2018 (saranno invece ancora rinnovati i titoli in scadenza). Ciò avverrà a patto che i dati confermino il raggiungimento del target di inflazione nel medio termine. Tuttavia, la forward guidance sui tassi, ossia l'annuncio che non ci saranno

Figura 1: Andamento dei mercati azionari mondiali*



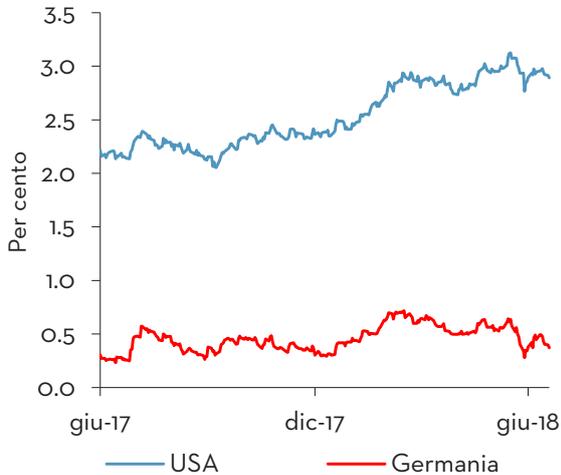
* Indici azionari Datastream-Market.

Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati giornalieri al 18/6/18.

aumenti almeno fino a tutta l'estate 2019, ha avuto l'effetto di neutralizzare il possibile impatto negativo sui mercati della comunicazione della fine del QE, tanto da evitare un "taper tantrum", ovvero una forte reazione del mercato, come era stato negli Stati Uniti nel 2013.

L'aumento dei tassi a breve e la contrazione, anche se molto lenta, del bilancio della Federal Reserve, che non rinnoverà una parte via via crescente dei titoli in portafoglio, contribuiranno alla risalita anche dei tassi di lungo termine. In termini relativi, i tassi dovrebbero salire di più in Europa; negli USA, dopo la spinta data all'economia dagli stimoli fiscali di Trump, la crescita dovrebbe rallentare nel 2020 quando anche i tassi di politica monetaria non saliranno più. Il gap tra i tassi di interesse tedeschi e USA che osserviamo ora, di oltre 2 punti percentuali (come non si vedeva dagli anni '80), andrà quindi man mano chiudendosi. In sintesi, l'abbondante liquidità ancora presente sui mercati insieme a un'inflazione che si mantiene tutto sommato

Figura 2: Tassi governativi nominali a 10 anni

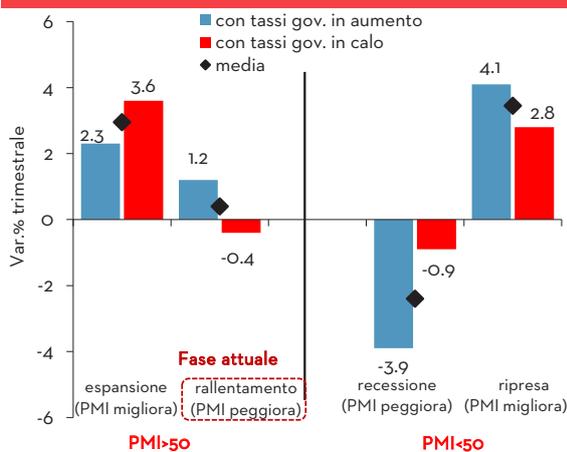


Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati giornalieri al 6/6/18.

moderata limiteranno la ripresa dei tassi sia a breve sia a lungo termine.

Ma la risalita prevista dei tassi pone rischi per i mercati azionari? L'aumento atteso non dovrebbe destare eccessive preoccupazioni poiché, se contenuto come ci attendiamo, non dovrebbe determinare un forte impatto negativo. Storicamente, infatti, fino a che l'economia è rimasta in fase di ripresa (identificata da valori del PMI sopra 50), un aumento dei tassi di

Figura 3: Performance trimestrale del mercato azionario USA durante le fasi del ciclo economico*



*Fasi del ciclo in base alla variazione del PMI rispetto ai 3 mesi precedenti.

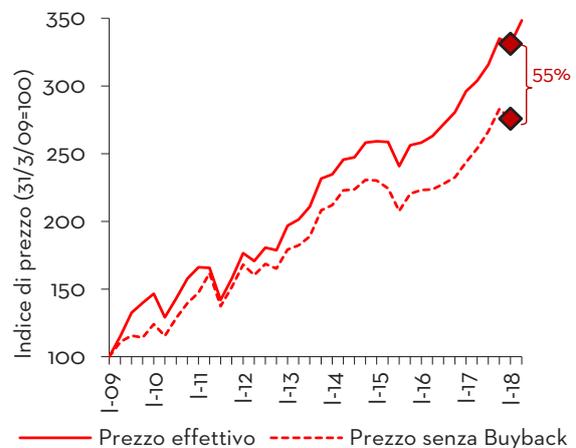
Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati mensili al 31/5/18.

interesse non ha impedito al mercato azionario di continuare a guadagnare. In USA così come nell'UEM, la fase attuale con PMI sopra 50, sebbene in calo, si associa a una performance dell'azionario positiva ma che sarà con ogni probabilità bassa e comunque inferiore a quella in cui l'indice PMI era sopra 50 ma in aumento (ciclo di espansione).

Inoltre ci attendiamo che i mercati azionari siano favoriti da utili societari ancora in crescita e da una liquidità ancora molto abbondante sui mercati finanziari, che continuerà a dare il suo supporto, anche se in misura minore. Prospettive quindi positive per gli USA nonostante quotazioni già elevate e su livelli record. A tal riguardo, se da una parte è vero che quella attuale è una tra le fasi di rialzo del mercato azionario più lunghe che si siano mai verificate (superate solo da quella che si è verificata dal '90 al 2000) è anche vero che stiamo vivendo uno dei periodi più lunghi di crescita ininterrotta del PIL negli USA. E in Europa? I mercati azionari UEM hanno fondamentali ancora buoni e potrebbero essere favoriti rispetto agli USA da tassi più bassi e da valutazioni più compresse.

Queste previsioni tutto sommato positive per i mercati azionari presentano alcuni elementi di incertezza. Il rischio più rilevante a livello globale resta quello legato alla politica protezionistica di Trump, ovvero a quello di una vera e propria guerra commerciale. Per gli USA, invece, uno degli elementi che ha supportato le quotazioni, ossia il riacquisto di titoli propri,

Figura 4: S&P500: prezzo effettivo e al netto dei Buyback



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati trimestrali al 6/6/18.

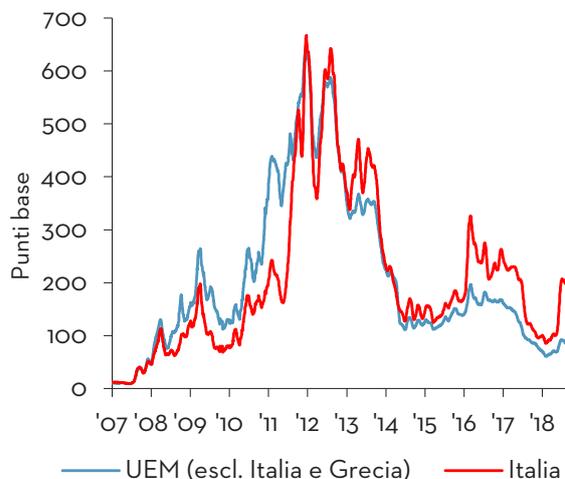
potrebbe ridimensionarsi all'aumentare dei tassi di interesse - con un costo maggiore per finanziare i buyback - facendo venir meno la sua spinta.

Nel grafico si vede che, in assenza di buyback, il mercato azionario USA avrebbe guadagnato, da inizio 2009, il 55% in meno. Inoltre il protrarsi dei buyback potrebbe essere valutato in modo negativo dai mercati, poiché in questo modo vengono sottratte risorse agli investimenti delle società con riflessi negativi sulle prospettive di lungo termine. Nell'UEM il fattore di rischio maggiore resta quello politico. In particolare in Italia i timori sono tutti legati all'incertezza della politica economica del nuovo governo. Superata la fase di crisi più acuta, dopo la formazione del nuovo governo a fine maggio, lo spread BTP-Bund non è tornato sui livelli più bassi di prima. La crisi di fiducia degli investitori, in questo caso, è stata limitata quasi esclusivamente all'Italia e non sembra aver avuto effetti significativi sul resto dei paesi periferici. A differenza di quanto successo nel 2011-2012, quando insieme all'aumento degli spread sui titoli di Stato periferici erano caduti sia il mercato azionario italiano sia quello europeo, questa volta l'Eurostoxx non ha subito forti contraccolpi e anche i CDS delle banche dell'UEM non si sono mossi insieme allo spread italiano.

Ma è verosimile che, nel caso di un nuovo aumento dello spread (innescato ad esempio dalle decisioni sulla finanza pubblica), una crisi di fiducia abbia effetti solo sul nostro paese? In tal caso la struttura ancora incompleta e imperfetta dei meccanismi per la gestione delle crisi finanziarie potrebbe essere messa alla prova. Per far fronte al rischio di un possibile aumento dello spread BTP-Bund abbiamo fatto un esercizio per capire quale asset class ci consente di diversificare maggiormente in uno scenario avverso.¹ Lo scenario alternativo a quello centrale vedrebbe lo spread aumentare oltre i 300 pb a fine 2018, l'indice azionario italiano calare di oltre il 3% rispetto

allo scenario centrale e un rallentamento del ciclo economico in Italia e nell'UEM. In una situazione come quella delineata, i fondi obbligazionari offrono la capacità di diversificazione maggiore. Questa asset class, tuttavia, si presenta al suo interno piuttosto eterogenea. Se da una parte i fondi obbligazionari globali senza uno specifico focus geografico e quelli che investono in dollari forniscono la copertura migliore in una fase di risk-off, dall'altra l'investimento in High Yield ed emergenti, più legati all'andamento ciclico e alla fragilità specifica di alcuni paesi, mostrano un impatto analogo alle classi di attività più rischiose. I fondi alternativi sia liquidi sia illiquidi si collocano a metà tra l'investimento azionario e obbligazionario, mostrando una maggiore capacità di contenere le perdite - in linea con quelle dell'obbligazionario corporate più rischioso - pur fornendo prospettive di redditività migliori in periodi minore avversione al rischio.

Figura 5: Andamento dei CDS bancari UEM e spread BTP-Bund a 5 anni



Fonte: Thomson Reuters, elaborazioni Prometeia; dati al 18/6/18.

¹ Il processo alla base dell'esercizio si articola attraverso una suite di modelli proprietari. Per maggiori informazioni si veda De Meo E., Prosperi L., Tizzanini G. and Zicchino L. (2017), "Forecasting macro-financial variables in an International Data-Rich Environment Vector Autoregressive Model (iDREAM)", Prometeia Note di Lavoro. <https://www.prometeia.it/en/research/working-papers/archive> Per il modello iMAP si veda "iMAP: la bussola degli investitori nello "zoo" dei rischi di mercato" <https://www.prometeia.it/atlanter/iMap-investitori-mercato>.

QUANTO COSTEREBBE ALLE FAMIGLIE L'INCREMENTO DELLE ALIQUOTE IVA?

Elena Giarda - Prometeia Associazione

In questo mese di settembre **si sta delineando la legge di bilancio per il 2019**. Molti sono i nodi da sciogliere, tra i quali “reddito di cittadinanza” (anche se si dovrebbe parlare di “reddito minimo”), “flat tax” (ma sarebbe più corretto parlare di “riforma dell'Irpef”) e **sterilizzazione dell'IVA** (che equivale a trovare le risorse per evitare l'incremento delle aliquote).

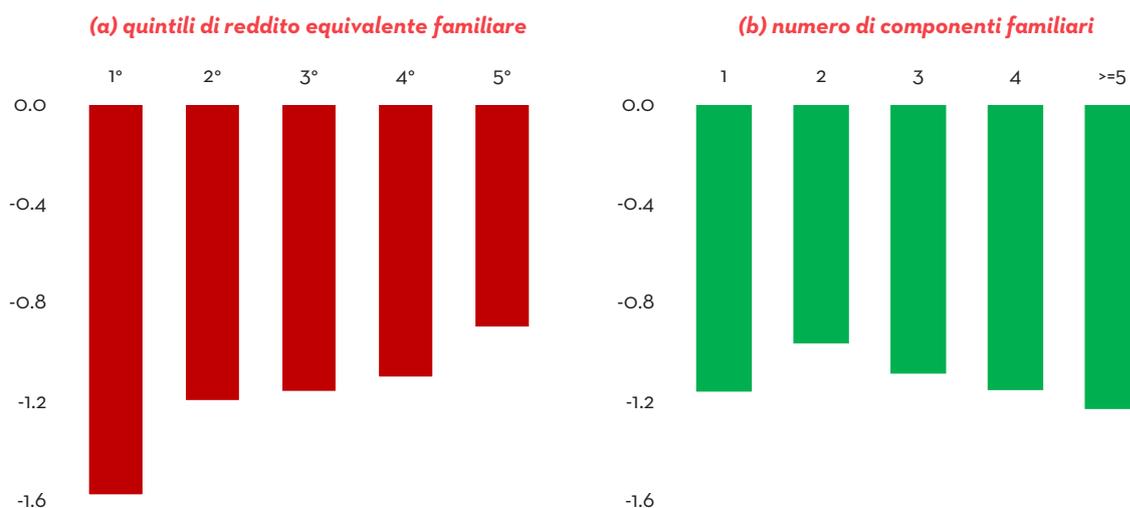
Per quanto riguarda l'ultimo aspetto, **la legge di bilancio 2018 includeva le “clausole di salvaguardia”**, inserite a garanzia del raggiungimento degli obiettivi di consolidamento dei conti pubblici. **Le clausole prevedono un incremento delle aliquote IVA ridotta e ordinaria**. L'aliquota ridotta passerebbe dall'attuale 10% all'11.5% nel 2019 e al 13% nel 2020, mentre quella ordinaria dall'attuale 22% al 24.2% nel 2019, 24.9% nel 2020 e 25% nel 2021. Le clausole produrrebbero maggiori entrate stimate in 12.5 miliardi di euro nel

2019 e 19.6 miliardi di euro a partire dal 2020. In assenza di esse, nel 2019 il disavanzo tendenziale stimato dal governo passerebbe dallo 0.8% del PIL all'1.5%.

Nel caso in cui le clausole di salvaguardia non venissero sterilizzate, i prezzi dei beni assoggettati ad aliquota ridotta e ordinaria aumenterebbero. Sebbene gli incrementi non toccheranno i beni di prima necessità, come alcuni generi alimentari tra cui pane, pasta, frutta e verdura (tassati al 4%), l'impatto sulle famiglie non sarà irrilevante.

Rapportando il maggiore gettito contenuto nella clausola di salvaguardia (12.5 miliardi di euro nel 2019) con il numero di famiglie (25.7 milioni circa), si ottiene una media di 485 euro di maggiore spesa per famiglia. **Nostre simulazioni effettuate su dati microeconomici risultano in un incremento di spesa di circa 435 euro a famiglia, per un maggiore gettito**

Figura 1: Variazioni del reddito disponibile familiare in seguito a incrementi IVA (valori percentuali)



Fonte: simulazioni Prometeia su dati IT-SILC, Istat e Banca d'Italia

di 11.2 miliardi di euro.¹ Nell'esercizio di simulazione si ipotizza che le famiglie non modifichino il loro modello di comportamento, cioè che continuino a consumare lo stesso paniere di beni e servizi, sia nella composizione che nelle quantità, nonostante gli incrementi di prezzo.

Le nostre simulazioni indicano una perdita percentuale di reddito dell'1.1% in media per famiglia.² Tuttavia l'aggravio non sarà uniformemente distribuito tra la popolazione. Infatti, in Fig. 1a si osserva un effetto maggiore per il quintile di reddito

più basso (-1.6%) rispetto ai quintili successivi (da -1.2% del secondo quintile a -0.9% dell'ultimo).³ In base al numero di componenti, le famiglie con un solo componente e quelle più numerose (da 4 componenti in su) subirebbero la perdita percentuale maggiore, -1.2% (Fig. 1b). Questo risultato può dipendere dal fatto che, rispetto alle altre tipologie familiari, le famiglie con un solo componente destinano la maggiore quota della loro spesa a beni tassati con l'aliquota ordinaria e le famiglie più numerose a beni tassati con l'aliquota ridotta, entrambe oggetto di incremento.

¹ Le simulazioni sono basate su tre banche dati: IT-SILC 2015 (redditi 2014), Indagine Istat sui Consumi delle Famiglie 2014 e Indagine sui Bilanci delle Famiglie di Banca d'Italia 2014. I dati dei consumi dell'indagine Istat e il reddito disponibile di IT-SILC sono stati riportati ai valori di contabilità nazionale. Tutti i valori monetari sono a prezzi 2017.

² Le variazioni percentuali di reddito disponibile sono calcolate come: $[(\text{reddito} - \text{Iva pagata post-modifica}) / (\text{reddito} - \text{Iva pagata pre-modifica}) - 1] * 100$.

³ I quintili sono calcolati sul reddito equivalente familiare, dato dal reddito disponibile familiare diviso per la scala di equivalenza OCSE modificata che dà peso 1 al primo adulto, 0.5 ai componenti di 14 anni o più e 0.3 ai minori di 14 anni.

NON C'È UN "SILVER BULLET" PER I PROBLEMI DEL MEZZOGIORNO

Stefania Tomasini - Prometeia Associazione

Che vi sia un divario di condizioni economiche e sociali, tra Nord e Sud è tema talmente noto da averlo relegato per anni nel limbo della stanca ritualità, col rischio dell'oblio cui sono condannati i problemi noti ma giudicati irrisolvibili. Ma i risultati delle ultime elezioni, che hanno visto una polarizzazione dei consensi, hanno riportato alla ribalta il Mezzogiorno e indotto il governo a creare un ministero per il Sud.

Le caratteristiche del divario sono note: il reddito pro-capite equivalente (quello che tiene conto della composizione familiare) è al Sud pari a 13mila euro, poco più della metà di quello medio al centro-Nord (23mila euro), riflesso di un tasso di disoccupazione che al Sud arriva al 22%, a fronte di 3,1% di minimo al Nord. Divari amplissimi che non si riscontrano in nessun altro paese europeo e che ridisegnano una mappa europea dove le regioni del Nord non si differenziano da quelle più avanzate della fascia centro-continentale (Germania, Olanda, nord della Francia e Austria), mentre le regioni del Sud sono allineate alle più arretrate regioni europee (in Grecia, Portogallo e Spagna). Nessun paese convive con tali estremi al suo interno.

Divari che originano nel passato, la "questione Meridionale" era già tale ai primi del 900, e che nei 150 anni di storia d'Italia si sono ridotti solo nel periodo della ricostruzione e del boom economico del secondo dopoguerra, fino all'inizio degli anni 70. La lunga crisi iniziata nel 2008 ha ulteriormente peggiorato la situazione.

Un divario che ha molte facce... innanzitutto la specializzazione settoriale, che vede il Sud meno industrializzato (11,8% la quota sul valore aggiunto totale rispetto al 24,6% del Nord-Est) e dunque con una minore capacità di esportare (11,3% la quota di export sul PIL a fronte del 35% del Nord-Est), e si sa quanto le imprese esportatrici significhino in termini di capacità di crescere, di innovare, di produrre posti di lavoro ad alto reddito e alta "qualità". Non sorprende quindi che la quota di lavoratori impiegati in micro-imprese

(quelle con meno di 10 addetti, le meno produttive) sia del 62,4% al Sud contro una media del 20% al Nord e, specularmente, sia minima (9%) la quota di lavoratori in imprese grandi (più di 250 addetti, 27,8% nel Nord-Ovest).

Caratteristiche strutturali che si intrecciano con una dotazione di capitale fisico e umano decisamente inferiore. Secondo un indice calcolato dalla Commissione Europea, fatto 100 il livello di eccellenza nella dotazione infrastrutturale (dalle strade alle ferrovie, agli aeroporti ai porti, alla copertura internet e della rete elettrica, all'efficienza dell'amministrazione e dei servizi pubblici), le regioni del Sud si collocano tutte sotto il 20, quelle del Centro-Nord oltre il 50. In termini di capitale umano le cose non vanno meglio, con una quota di laureati decisamente inferiore, soprattutto di laureati nelle cosiddette discipline STEM (scientifiche, ingegneristiche, matematiche). E non è solo un problema di quantità, ma anche di qualità dell'istruzione, con score dei test PISA-INVALSI del 20% inferiori al Sud rispetto alle regioni settentrionali, dove le competenze degli studenti non si differenziano da quelle dei coetanei centro-europei.

Si potrebbe proseguire a lungo nell'elenco... ma tutti gli indicatori possono essere riassunti in uno: la produttività media per addetto al Sud è del 40% più bassa di quella media al Nord.

Un divario multiforme che non è stato scalfito dalle politiche redistributive pubbliche: benché vi sia effettivamente un flusso di risorse pubbliche che dal Nord va al Sud (il cosiddetto "residuo fiscale"), esso è più la rappresentazione della realtà, caratterizzata da divari di reddito, che non frutto di un'azione discrezionale volta a riequilibrare tali divari.

In prospettiva, due aspetti meritano attenzione perché forieri di possibili ulteriori problemi. Il primo è l'andamento demografico: l'Italia è un paese che invecchia, è ben noto, ma mentre al Nord il fenomeno è iniziato già dagli anni 80 ed è stato parzialmente contrastato dall'immigrazione e in qualche modo

già “metabolizzato”, al Sud i tassi di natalità hanno cominciato a scendere più tardi ma si sono abbassati drasticamente per cui le regioni meridionali nei prossimi anni invecchieranno molto velocemente: verranno perse 1 milione 300 mila persone in età lavorativa nei prossimi 13 anni. Un fenomeno aggravato dalla prosecuzione del *brain drain*, l’emigrazione di giovani, in genere i più qualificati, verso le regioni centro-settentrionali. Il secondo aspetto prospetticamente problematico è quello della possibile riduzione dei fondi Europei, fondi che pur con tanti limiti hanno rappresentato una risorsa non irrilevante per queste aree. L’esercizio 2021-2027, di cui si inizia a discutere ora nelle sedi europee, fronteggia la riduzione/azzeramento dei contributi del Regno Unito in uscita dall’UE e necessita quindi di una presenza attiva e competente da parte delle nostre autorità per non veder decurtata una fonte importante di finanziamento per gli investimenti.

Dunque, il divario Nord-Sud è un problema multiforme, dove si intrecciano in un circolo vizioso tante fragilità, quelle tipiche del “sistema Italia” ma con dimensioni enormemente amplificate.

Certo è che un’area del Paese che rappresenta un terzo della sua popolazione e un quarto del suo PIL non può essere lasciata indietro se si vuole, come è necessario, rilanciare la crescita potenziale italiana. D’altro canto, il Sud è paradigma del Paese, con i suoi problemi così radicati e interconnessi... non si può sperare nell’arrivo di un cavaliere mascherato che sul suo destriero bianco sia in grado di risolverli con un *silver bullet*. Solo un lavoro paziente, intelligente e costante di riforma può portare a un cambiamento. Un cambiamento che ha più bisogno di buona amministrazione pubblica e buona scuola che di più fondi.

GIOVANNI LUSCHI

Consigliere e Partner
Green Arrow Capital SGR



Green Arrow Capital SGR è uno dei principali operatori italiani indipendenti nel panorama degli investimenti alternativi, con asset in gestione pari a circa 1,3 miliardi di euro e un'esperienza di oltre 15 anni nel settore, partecipata da 8 partners con diverse esperienze imprenditoriali. Ad oggi hanno investito nei fondi del Gruppo oltre 200 investitori, di cui il 90% riconducibili a enti istituzionali (Banche, Fondi sovrani, Fondi di fondi, Fondazioni bancarie, Casse di previdenza, Fondi pensioni e Assicurazioni) e il 30% di provenienza internazionale.

Come è andato il mercato degli NPL quest'anno e dove andrà nel 2019?

Il mercato degli NPL nel suo insieme - sofferenze, crediti scaduti (*past due*) e incagli (*unlikely to pay*) - nel 2018 ha segnato una significativa riduzione. Secondo i dati di Banca d'Italia a dicembre 2017 le sofferenze lorde si attestavano infatti a 167,2 miliardi con una riduzione di oltre il 16% rispetto ai 200,8 miliardi di euro del dicembre 2016.

Nel corso del 2018 abbiamo assistito ad una ulteriore diminuzione degli NPL per circa 70 miliardi che si è concretizzata principalmente attraverso maggiori rettifiche operate dagli *originators*, cessioni ad operatori non bancari ed ampie ristrutturazioni e cartolarizzazioni con le GACS (vedi cartolarizzazione MPS per 24 miliardi di GBV, cessione da 10 miliardi di GBV da Intesa San Paolo ad Intrum, maxi-cessione Unicredit ecc). Tuttavia la quota di NPL è ancora al di sopra dei livelli pre-crisi, con le banche che presentano un NPL ratio anche esso in riduzione (circa il 14,5 %) ma ancora distante dai *target* indicati dalla BCE e comunque superiore rispetto alla media UE.

Ne consegue che nel corso del prossimo anno assisteremo sicuramente al proseguimento e al consolidamento del *trend* di riduzione delle sofferenze, anche sulla spinta del regolatore comunitario che recentemente (cfr. relazione della commissione europea alla BCE) ha evidenziato la necessità di introdurre una combinazione di azioni finalizzate alla riduzione delle quote di NPL attraverso la riforma della disciplina in materia di ristrutturazioni e recupero crediti e lo sviluppo di un mercato secondario dei crediti deteriorati con l'obiettivo di eliminare gli ostacoli alla gestione di detti crediti da parte di terzi e a facilitare il trasferimento degli stessi.



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia.

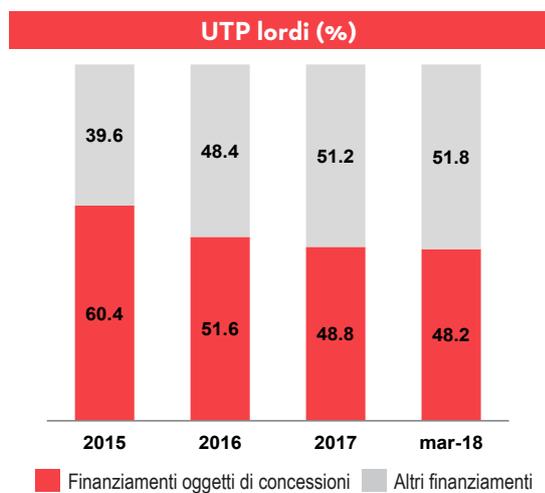
In tale contesto di riduzione delle quote di NPL, il mercato rimane comunque interessante per gli investitori?

Certamente, nonostante il consolidato *trend* di decrescita, il mercato degli NPL in Italia rimane dinamico ed estremamente interessante anche alla luce delle nuove regole contabili previste dall'IFRS 9 (che sostituisce la IAS 39) per la rilevazione degli strumenti finanziari che imporrà alle banche di contabilizzare le perdite attese sui prestiti (e non delle perdite già occorse come in passato) come perdite di realizzo attraverso l'adozione dei principi di "expected loss" e "forward looking", che dunque impone alle banche di dotarsi di strumenti valutativi finalizzati a misurare la probabilità di *default* dei crediti erogati durante la loro vita contrattuale. Tali misure, in aggiunta all'addendum della BCE che impone di accelerare significativamente il *provisioning* sui crediti deteriorati originati a partire dal 2018, daranno comunque un notevole impulso al mercato degli NPL.

Basti pensare che il citato principio del *forward looking* determinerà la classificazione di una maggiore quota di crediti *performing* come inadempienze probabili (UTP) ovvero come crediti per i quali la banca ritiene improbabile un rimborso integrale; ed infatti ad inizio 2018 lo stock di UTP ammontava a ben 94 miliardi di euro lordi e 66 miliardi di euro netti.

Pertanto, il settore degli UTP si sta sempre più manifestando come centrale nell'attività di pulizia degli istituti di credito; negli ultimi mesi Intesa Sanpaolo e Credit Agricole hanno iniziato un processo per la cessione di circa complessivi 550 miliardi di euro di GBV che hanno attirato l'attenzione di diversi possibili investitori mentre banca Carige ha siglato un accordo con un investitore americano per cedere circa 400 miliardi di euro di GBV.

Lato investitore, questo mercato può presentare delle opportunità d'investimento interessanti laddove, in tali contesti, la banca generalmente tende a ridurre al minimo il supporto finanziario in corso di negoziazione, specialmente nel segmento PMI dove i volumi sono più contenuti con l'effetto di creare un forte distacco negoziale tra banca e imprenditore che rimane senza un interlocutore che lo sostenga anche nel proprio progetto di riequilibrio.



Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia.

Pertanto, lasciando da parte il settore immobiliare che presenta caratteristiche e peculiarità proprie, esistono aziende con Ebitda positivo o facilmente riequilibrabile che possono essere rilanciate e valorizzate attraverso un piano di *turnaround* con l'immissione di managerialità dedicate, l'utilizzo degli strumenti messi a disposizione dalla Legge Fallimentare, un adeguato supporto finanziario anche tramite finanziamenti DIP (*debtor in possession*) con importanti diritti per il finanziatore, anche di tipo gestorio. Il tutto finalizzato alla fase dell'M&A attraverso il risanamento dell'azienda, il rilancio e la cessione dell'azienda a terzi (generalmente *minorities* con opzione *put* e *drag along*).

I soggetti in grado di gestire queste situazioni sono più tipicamente i fondi di *turnaround* ovvero piattaforme di gestione che gestendo sia fondi di *private equity* che di *private debt* hanno sviluppato al loro interno il *know how* necessario.

Oltre agli UTP quale segmento degli NPL presenta le opportunità di investimento più interessanti?

Vi sono importanti opportunità di investimento nel settore del leasing strumentale e targato, sia post realizzo che con gli assets sottostanti. Infatti i dati 2017 forniti da Assilea fotografano due trend completamente opposti soprattutto nell'ambito del remarketing, che assume un'importanza significativa all'interno del processo di recupero sull'esposizione complessiva dell'operazione. Mentre nel mercato immobiliare, infatti, pur in presenza di un numero crescente di immobili ripossessati e venduti, si osserva una diminuzione del tasso di recupero in rapporto al costo iniziale del bene, continuandosi ad allungare i tempi di recupero (34 mesi rispetto ai 28 mesi della rilevazione precedente), nel mercato dei beni mobiliari i tempi di recupero e di rivendita nel 2017 si sono invece accorciati rispetto al 2016 ed il magazzino ha registrato una rotazione più veloce.

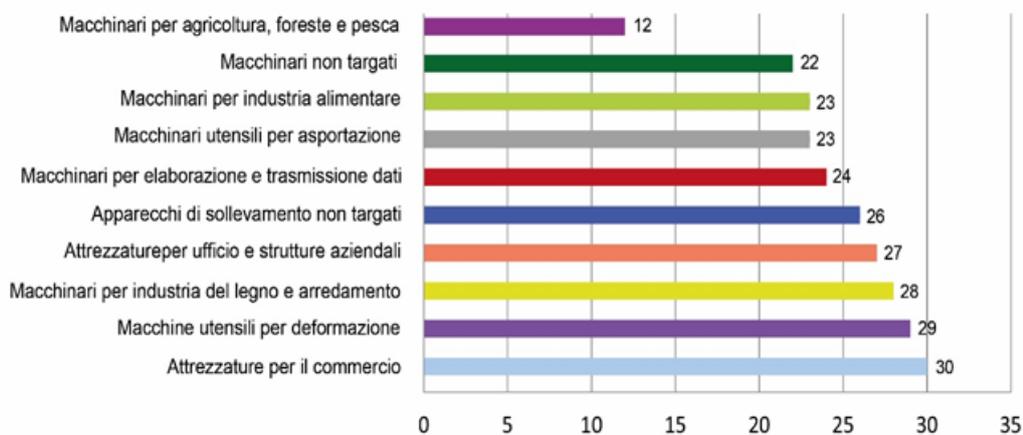
Ciò, in aggiunta alle ottime performance storiche del tasso di recupero sull'esposizione complessiva dell'operazione, che nel targato arrivano al 75% e nello strumentale al 54,2%, rendono il segmento del leasing molto interessante per gli investitori.

Dunque un mercato di nicchia ma ancora poco conosciuto dai grandi investitori che, fino ad oggi, hanno privilegiato gli NPL immobiliari.

	Probabilità di Recupero	Tasso Recupero su costo bene	Tasso di Recupero su esposizione
TARGATO	62.6%	21,7%	75,0%
STRUMENTALE	50,9%	17,9%	54,2%

Fonte: elaborazione Assilea

Tempi medi (in mesi) di recupero e vendita del bene ex-leasing



Fonte: elaborazione Assilea.

Oltre al leasing mobiliare, si ritiene che i settori più promettenti siano quelli del credito al consumo che potrà beneficiare, in termini di *performance* di recupero, della riduzione del tasso di disoccupazione rispetto al 2017, e quello dei crediti commerciali e verso la pubblica amministrazione. Infatti pur rimanendo su valori modesti rispetto a quelli complessivi del mercato degli NPL i crediti commerciali risultano in crescita, in controtendenza rispetto al 2016, passando nel 2017 a circa 5,4 miliardi a fronte dei 3,3 miliardi dell'anno precedente. Il loro peso sul totale è circa il 7% in termini di valore, con un incremento di quasi 3 punti percentuali sul 2016.

Sono presenti sul mercato italiano prodotti focalizzati sulla strategia del credito con sottostante utp, leasing mobiliare e crediti commerciali?

Ad oggi gran parte degli operatori hanno investito negli NPL con sottostante principalmente immobiliare, che, se da un lato è più facile da apprezzare (valutazione puntuale dell'asset), sconta tuttavia costi di gestione significativi e un ciclo di investimento e di rivendita significativamente più lento e laborioso rispetto al segmento dei crediti commerciali e del leasing mobiliare che invece presenta tempi di recupero e di rivendita degli asset molto più brevi e dunque una rotazione del magazzino più veloce.

Per quanto riguarda gli UTP, tale mercato è sostanzialmente partito nel corso di questo anno e come detto richiede un mix di competenze diverso rispetto alla gestione tradizionale degli NPL e dunque modalità di gestione altamente specialistiche attualmente non ancora consolidate sul mercato.

Pertanto ritengo che una strategia di investimento che abbia come sottostante queste asset class, riesca a cogliere le opportunità di mercato che si presenteranno nel corso dei prossimi mesi, differenziandosi significativamente rispetto alle altre strategie di credito attualmente presenti sul mercato e, con una *maturity* compresa tra 5 e 7 anni, possa garantire agli investitori rendimenti tra 1.5 e 2x.

In presenza dunque di una tipologia di asset class estremamente interessante ma ad oggi scarsamente offerta agli investitori istituzionali, abbiamo ritenuto interessante per gli investitori istituzionali il lancio, entro la fine dell'anno, di un fondo opportunistico focalizzato sulla strategia del credito e più precisamente, crediti commerciali, leasing mobiliari, UTP e credito al consumo, denominato "Special Credit Situation", a distribuzione proventi, con un target di raccolta di 200 milioni ed un target IRR tra il 12 ed il 14%.

L'obiettivo è dunque fornire agli investitori, un nuovo strumento alternativo, rispetto ai fondi tradizionali, che consenta, a fronte di un profilo di rischio-rendimento medio, la possibilità di generare ritorni interessanti (12%-14%) in tempi brevi (5-7 anni) oltre a creare uno strumento che possa dare un contributo positivo alla ripresa ordinata del sistema paese.

ROBERTO SCISCI

Gestore del fondo Euro Global Bond
GFG Group Financier de Gestion



Da oltre due anni, le grandi case di investimento pubblicano previsioni sul tasso del Bund a 1% per poi rivedere sistematicamente i propri target al ribasso. La retorica dei tassi al rialzo si è intensificata quest'anno con la conferma della fine del QE a dicembre e con le prime speculazioni sul successore di Draghi a capo della BCE alla fine del suo mandato (ottobre 2019).

Q uale sarà l'impatto della fine del QE sui mercati?

L'impatto sarà in realtà più limitato di quanto probabilmente temuto dagli investitori. Infatti, la BCE continuerà a reinvestire i proventi delle obbligazioni in bilancio, mitigando quindi l'effetto della fine degli acquisti sul mercato.

I n questo scenario, come reagirà l'asset class delle obbligazioni di Stato?

L'asset class rimarrà comunque attrattiva per gli investitori per diverse ragioni. L'unica vera minaccia per la classe d'attivo è un aumento repentino dell'inflazione, che date le attuali condizioni economiche e sociali nei paesi dell'Unione non riteniamo possa avvenire in un futuro prossimo. In questo contesto le obbligazioni governative rappresentano un investimento sicuro, caratterizzato da alta liquidità, e che ricoprono il ruolo di bene rifugio contro eventuali movimenti di risk-off ai quali il mercato è sempre esposto. La recente paura di un'imminente guerra commerciale ne è un esempio calzante. Infine, non bisogna dimenticare che alcuni attori di mercato, quali assicurazioni e fondi pensione, sono obbligati per regolamentazione ad investire in quest'asset class.

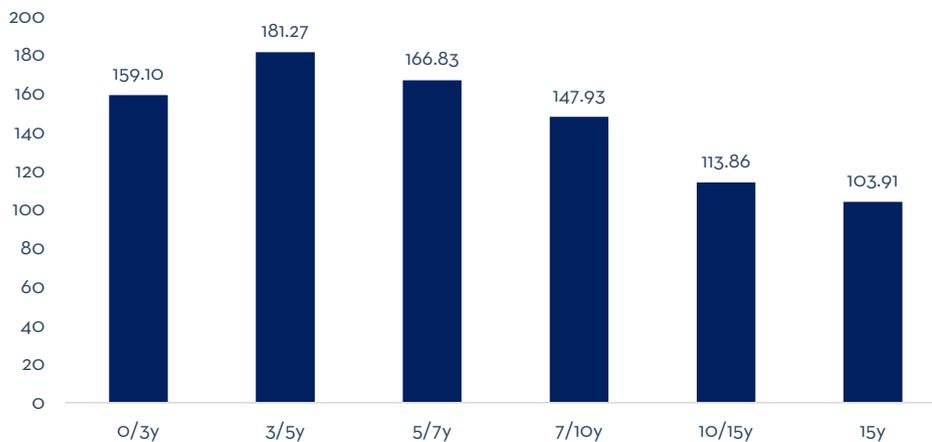
I n qualità di gestore di un fondo obbligazionario, qual'è la sua view sulle obbligazioni governative nei prossimi mesi?

Siamo in generale positivi su questa asset class. Inoltre, l'attuale contesto di mercato permette di realizzare trade di Relative Value profittevoli, in particolare modulando l'esposizione ai vari tratti della curva. Si pensi ad esempio al recente caso del sell-off del BTP italiano, dove il mercato ha chiaramente reagito in modo eccessivo al clima di incertezza politica. È interessante notare come, in questo contesto, i diversi tratti della curva italiana abbiano reagito in modo notevolmente diverso.

Come è possibile evincere dal grafico, la parte breve della curva ha subito un movimento molto più importante rispetto alla parte lunga durante il sell-off (maggio-agosto). Ciò sottolinea come il rischio Italia fosse percepito nel breve termine, e fosse dovuto in maggior parte alla situazione di estrema incertezza politica, piuttosto che ad una vera rivalutazione delle prospettive economiche del Paese, che rappresenterà invece il tema principale nel medio periodo.

GFG Groupe Financier de Gestion (Monaco) SAM, fondata nel 2010, è una società che fornisce servizi finanziari il cui main business è la gestione di fondi d'investimento. Il nostro team di professionisti, comprensivo di 4 Directors, ha maturato nelle principali istituzioni europee e mondiali un'esperienza internazionale, multi-asset e trasversale a diversi settori finanziari. GFG, con quasi 500 milioni di Euro in gestione sui fondi, offre servizi di Asset Management, Advisory e di Wealth Management, impattando high net worth individuals, family office e clienti istituzionali. Roberto Scisci è entrato in GFG a Gennaio 2016 come fund manager. Ha più di 10 anni di esperienza sui mercati finanziari e nel settore dell'asset management.

Figura 1: Movimento Curva BTP in punti base (Maggio/ Agosto 2018)



Fonte: Bloomberg

In un caso simile, la parte breve della curva offre quindi anche un maggiore potenziale di ripresa nel caso di una normalizzazione del mercato.

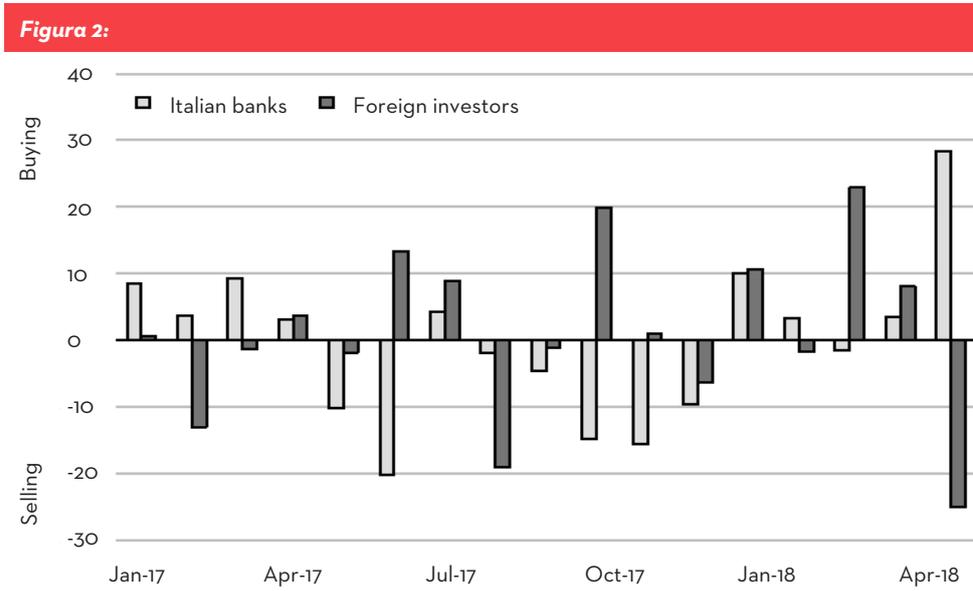
In generale, la situazione politica italiana è stata al centro dei riflettori per tutta l'estate, dapprima riaccendendo vecchie paure di una crisi del debito sovrano e, più recentemente, con un forte rebound sulle assicurazioni da parte dei principali attori politici. Molti investitori soprattutto stranieri, di fronte a questa repentina volatilità, hanno deciso di evitare l'esposizione al Paese Italia, almeno prima di avere i numeri definitivi della legge di bilancio.

Come si spiega il riprezzamento così marcato del rischio Italia a cui abbiamo assistito nei mesi scorsi?

Gran parte del recente nervosismo dei mercati è riconducibile alla mancanza di una comunicazione chiara e coerente da parte dei vari attori politici e istituzionali italiani.

Ciò è ancora più evidente se analizziamo la provenienza dei flussi in uscita dal BTP italiano in questi mesi. Gli investitori esteri spesso non hanno gli strumenti per identificare il valore e la rilevanza dei commenti dei vari attori politici italiani riportati dalle news. Di fronte ad aumento della volatilità e soprattutto a dichiarazioni confuse e tra loro contrastanti, una reazione comprensibile è la riduzione dell'esposizione all'asset class in questione, in attesa di notizie certe sulla base delle quali riconsiderare il proprio posizionamento. Nel solo mese di maggio, gli investitori stranieri hanno venduto oltre 25 miliardi di BTP. Durante lo stesso mese, le banche italiane hanno invece aumentato la quantità di debito italiano nei propri bilanci. In generale, gli investitori domestici hanno saputo leggere la situazione in modo più completo e al tempo stesso meno ovvio, riconoscendo l'overreaction dei mercati.

La stabilizzazione della domanda da parte degli investitori stranieri resta comunque una



Fonte: "BTP curve: dislocations and opportunities ahead of summer", UniCredit, 24 luglio 2018

statistica chiave da monitorare nei prossimi mesi, soprattutto una volta che termineranno gli acquisti netti da parte della Banca Centrale.

L'attenzione degli operatori è ora rivolta alla pubblicazione della legge di bilancio, prevista per il 15 ottobre. Quali sono le possibili reazioni del mercato nei due scenari di un rapporto deficit/PIL al di sotto del 2% (best scenario) e superiore al 3% (worst scenario)?

Semplificando, le alternative che ci si presentano attualmente sono due. Nel migliore degli scenari abbiamo il rispetto degli impegni presi precedentemente dall'Italia nei confronti dell'UE, ad esempio con una legge di bilancio che proponga un rapporto debito/PIL attorno al 2% oppure addirittura sotto questa soglia. In questo caso, assisteremmo ad una normalizzazione verso uno spread BTP-Bund attorno ai 180-200 punti base. All'altro estremo, è più difficile prevedere la reazione dei mercati, che potrebbe essere anche molto violenta, di fronte ad una cifra superiore al 3%. In questo caso, riteniamo che 400 punti base rappresenti un target plausibile.

Qual'è la vostra view attuale sul BTP ai livelli attuali?

Il mood dei mercati è già cambiato a partire da inizio settembre, sulla scia delle molteplici rassicurazioni in merito all'intenzione del nuovo governo italiano di promuovere il rispetto dei limiti imposti dall'UE e una riduzione del debito. Il ministro dell'Economia Tria nei suoi ultimi commenti ha inoltre sapientemente riportato l'attenzione sugli obiettivi di crescita del Paese

Figura 3:



Fonte: Bloomberg

(con un target di crescita del PIL dell'1.6%). In sole dieci sessioni, il rendimento del BTP decennale ha stretto di 30 punti base. Tuttavia, pensiamo che ci sia ancora un grande margine di recupero; il debito italiano a questi livelli è ancora troppo "cheap".

Analizzando la situazione economico-politica del Paese e le attuali quotazioni di mercato, risulta evidente come il downside risk sia già ampiamente prezzato, mentre il potenziale per una ripresa è ancora importante. Bisogna inoltre tenere conto del fatto che parte degli investitori stranieri, o comunque più conservatori, attenderà ottobre con la bozza definitiva della legge di bilancio prima di ritornare eventualmente ad investire in BTP.

Per concludere, ci attendiamo una graduale normalizzazione della situazione italiana in autunno. A quel punto, i riflettori punteranno sul tema della fine QE in Europa. Tuttavia, riteniamo che il vero impatto sui tassi d'interesse sarà lento e graduale e, soprattutto, sensibile alle dinamiche economiche dell'Eurozona, in particolare ai dati di crescita ed inflazione.

L'OUTLOOK DEL MERCATO ISTITUZIONALE DI PROMETEIA

Vincenza Di Lorenzo, Senior Specialist - Prometeia

La crescita del mercato istituzionale italiano si conferma solida ma con ritmi che nell'ultimo triennio hanno risentito di alcuni fattori strutturali che ne frenano lo sviluppo.

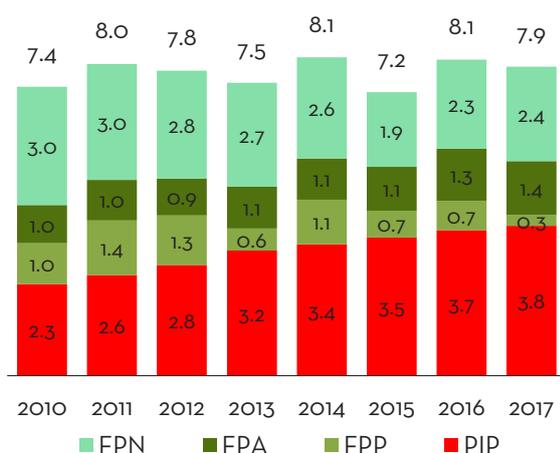
Nel 2017 il mercato istituzionale italiano (fondi pensione, casse di previdenza privatizzate e fondazioni di origine bancaria) ha superato i 250 miliardi di euro. La crescita è migliorata in misura modesta rispetto all'anno precedente (4.6% vs 4.4% del 2016), come effetto di bassi rendimenti sulla componente obbligazionaria dei portafogli e di alcuni fattori specifici ai diversi segmenti. In particolare, la raccolta netta complessiva degli strumenti di previdenza integrativa è rimasta in linea con l'anno precedente, beneficiando solo in parte della crescita delle adesioni per le forme di nuova istituzione e come effetto dei processi di razionalizzazione dell'offerta per i fondi pensione preesistenti (Fig. 1). Anche per le Casse di previdenza private, dopo il

netto miglioramento del 2017, il saldo della gestione previdenziale si è stabilizzato, condizionato dal ridotto volume d'affari dei settori economici di riferimento di alcuni enti, e l'avanzo di gestione è tornato sui livelli del 2013 (Fig. 2). Come atteso, nel 2017 solo l'attivo delle Fondazioni di origine bancaria si è ridotto, anche se di poco, per gli ulteriori adeguamenti di valore sulle partecipazioni bancarie e l'impatto delle svalutazioni, solo in parte compensati dall'ulteriore crescita dei dividendi (Fig. 3).

Nel 2017, infine, gli attivi del mercato assicurativo vita sono cresciuti a tassi più bassi del recente passato per il minore collocamento di prodotti tradizionali la cui offerta è stata condizionata dallo scenario di bassi tassi di interesse (Fig. 4).

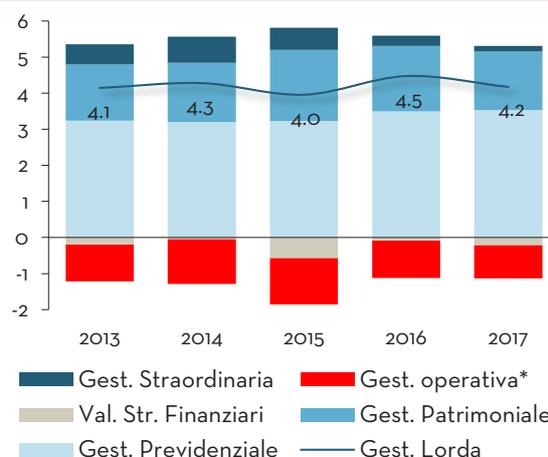
Tenendo conto delle riserve tecniche vita, il mercato istituzionale italiano si è approssimato a 1.000 miliardi

Figura 1: Raccolta netta degli strumenti di previdenza integrativa (miliardi di euro)



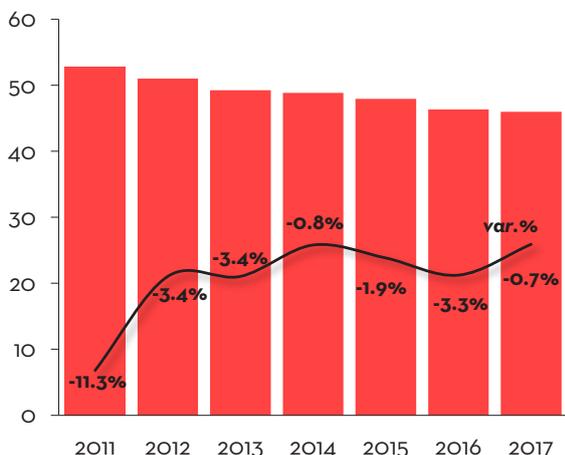
Fonte: elaborazioni Prometeia su dati Covip.

Figura 2: Composizione dell'avanzo di gestione delle casse (al lordo delle imposte) (miliardi di euro)



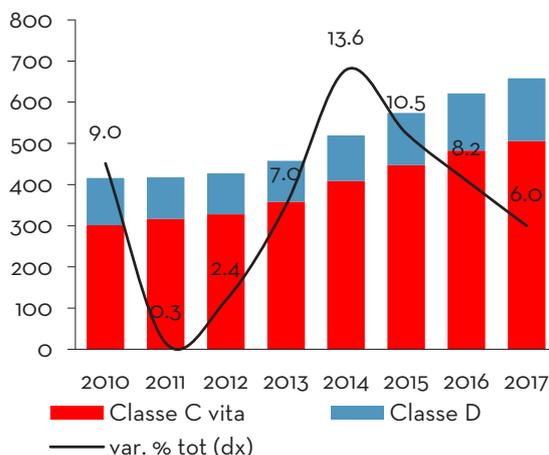
(*) Differenze tra proventi e altri oneri (comprende costi amministrativi e del personale e accontamenti ai fondi).
Fonte: elaborazione Prometeia sui bilanci di 20 casse.

Figura 3: Attivo di bilancio delle fondazioni di origine bancaria (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni e stime Prometeia su dati di bilancio. Per il 2017, stima su un campione di fondazioni.

Figura 4: Riserve tecniche vita delle compagnie di assicurazione italiane e extra UE (miliardi di euro)



(*) Differenze tra proventi e altri oneri (comprende costi amministrativi e del personale e accontamenti ai fondi).
Fonte: elaborazione Prometeia sui bilanci di 20 casse.

di euro,¹ rappresentando quasi il 60% del PIL italiano. Limitando l'attenzione ai prodotti nei portafogli delle famiglie (prodotti assicurativi e fondi pensione), il loro peso sul complesso della ricchezza finanziaria si è portato al 18.4% a fine 2017, quasi 7.5pp in più rispetto a fine 2007.

Nel 2018, la crescita delle attività del mercato istituzionale (fondi pensione, casse di previdenza privatizzate, fondazioni di origine bancaria) rallenterà come effetto del contributo negativo dei mercati finanziari nella prima parte dell'anno, anche se l'ampia diversificazione dei portafogli ha consentito di limitare l'impatto sui rendimenti del calo delle quotazioni azionarie e delle tensioni sui mercati obbligazionari. Le analisi sui bilanci del 2017 e le tendenze della prima metà dell'anno hanno infatti confermato il crescente ricorso degli investitori istituzionali a soluzioni gestite, anche se le performance talvolta deludenti su alcune strategie li stanno rendendo più selettivi.²

La crescita delle attività del mercato istituzionale italiano proseguirà nei prossimi anni ma sarà vincolata

dalla decelerazione dell'attività economica in Italia. In particolare, dopo il rallentamento del 2018, la crescita dovrebbe rafforzarsi nel prossimo triennio ma senza tornare ai ritmi del passato dato lo scenario di lenta crescita economica. In particolare, la nostra previsione delle attività dei diversi settori istituzionali, da cui discendono le prospettive per l'offerta dei servizi di gestione, è la seguente:

- il segmento della previdenza integrativa resterà il più vivace, grazie alla crescita delle adesioni e dei contributi, al fisiologico ridimensionamento delle prestazioni con una economia ancora in crescita, e nell'ipotesi che vengano meno, nel segmento dei fondi pensione preesistenti, i fenomeni straordinari che hanno pesato sulla raccolta del 2017. La crescita sarà però più bassa del passato per il perdurare di alcuni fenomeni che hanno allentato negli ultimi anni la relazione tra andamento delle adesioni e della raccolta netta (in particolare, rilevanza degli iscritti che non alimentano la propria posizione, fenomeno già importante per le adesioni individuali e oggi

¹ Dato al lordo della duplicazione con le riserve matematiche nei fondi pensione.

² In genere, la situazione sui mercati ha determinato movimenti tattici sui portafogli, con una maggiore domanda di titoli di Stato dati i più elevati rendimenti a scadenza, ma le scelte strategiche di asset allocation restano improntate alla diversificazione dei portafogli per mercati, emittenti e tipologia di titoli. Una tendenza che si conferma anche nei mesi recenti è quella di un maggiore ricorso a strategie di investimento alternative che, oltre a perseguire una maggiore redditività, riescono a limitare il rischio dei portafogli e le perdite in caso di scenari di rischio.

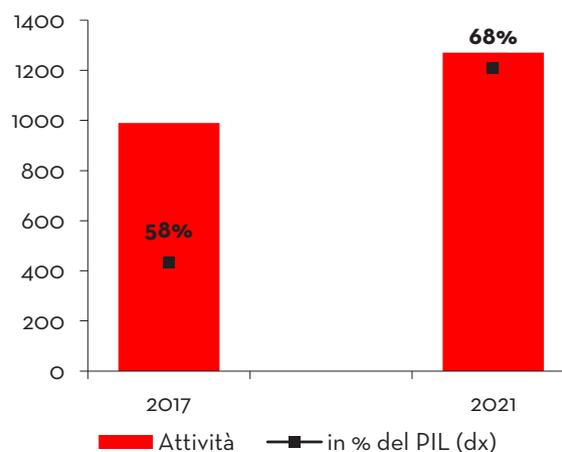
più rilevante dopo l'introduzione delle adesioni contrattuali ai fondi pensione negoziali);

- l'andamento delle attività delle casse si manterrà in linea con il 2017. Dopo la decelerazione del 2018, la crescita migliorerà ma sarà più bassa di quanto previsto qualche mese fa, come effetto di alcuni fenomeni già descritti in passato - venir meno di alcune voci straordinarie che hanno contribuito alla crescita degli ultimi anni e difficoltà di alcune professioni - e del ciclo economico più moderato;
- le fondazioni bancarie dovrebbero riprendere a crescere dal 2018, ma solo nel 2021 l'economia ancora in crescita e la maggiore redditività conseguita attraverso un aumento della diversificazione dei portafogli potrebbero riportare la crescita vicina al 2%.

Nel comparto assicurativo, l'aumento dei rendimenti obbligazionari conseguibili dall'investimento della nuova raccolta e la maggiore volatilità sui mercati finanziari alimenteranno una ripresa del collocamento di prodotti tradizionali già a partire da quest'anno, producendo un miglioramento del tasso di sviluppo delle riserve tecniche; si conferma, inoltre, un percorso favorevole anche per le *unit linked*, sia stand-alone che attraverso prodotti multi-ramo, come effetto del riequilibrio delle politiche di offerta delle compagnie.

Le attività complessive del mercato istituzionale italiano, pertanto, potrebbero crescere approssimando al 70% del PIL italiano a fine 2021 (Fig. 5). In questo scenario, il peso dei prodotti assicurativi e pensionistici sul portafoglio finanziario delle famiglie si porterebbe al 21% del totale a fine 2021.

Figura 5: Evoluzione del mercato istituzionale italiano (assicurazioni vita, fondi pensione, casse di previdenza, fondazioni bancarie (miliardi di euro e in % del PIL)



Nota: dati al lordo della duplicazione tra prodotti assicurativi e fondi pensione.

Fonte: elaborazioni e stime Prometeia.



 @PrometeiaGroup

 prometeiagroup

 prometeia

 prometeia

www.prometeia.it/financial-advisory