



**prometeia**  
advisor sim



**Atene**  
**27 settembre**  
**2015**

# **sferzati dal grecale: previdenza sotto stress?!**

**Davide Squarzoni**  
**Direttore Generale**

## **riservatezza**

questo documento è la base per una presentazione orale, senza la quale ha quindi limitata significatività e può dar luogo a fraintendimenti. sono proibite riproduzioni, anche parziali, del contenuto di questo documento senza la previa autorizzazione scritta di Prometeia Advisor Sim S.p.A.

copyright © 2015 prometeia

# agenda

## 1 | il contesto macro

previdenza: orientamento dei policy makers

mercato, strumenti e soluzioni

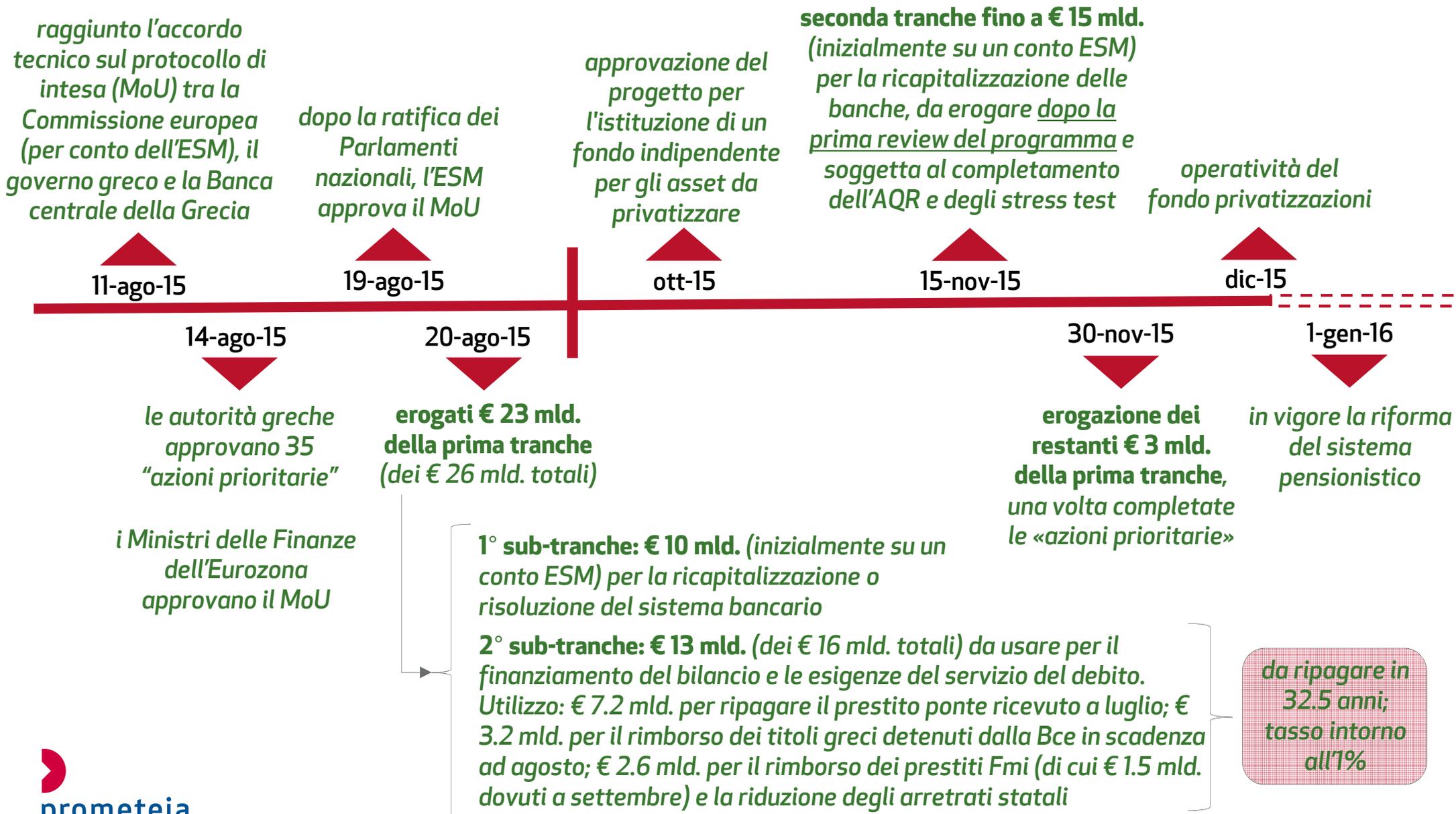


# scenario internazionale | crisi greca e debolezza fuori dall'Europa: l'Uem rimarrà intrappolata?

## i temi:

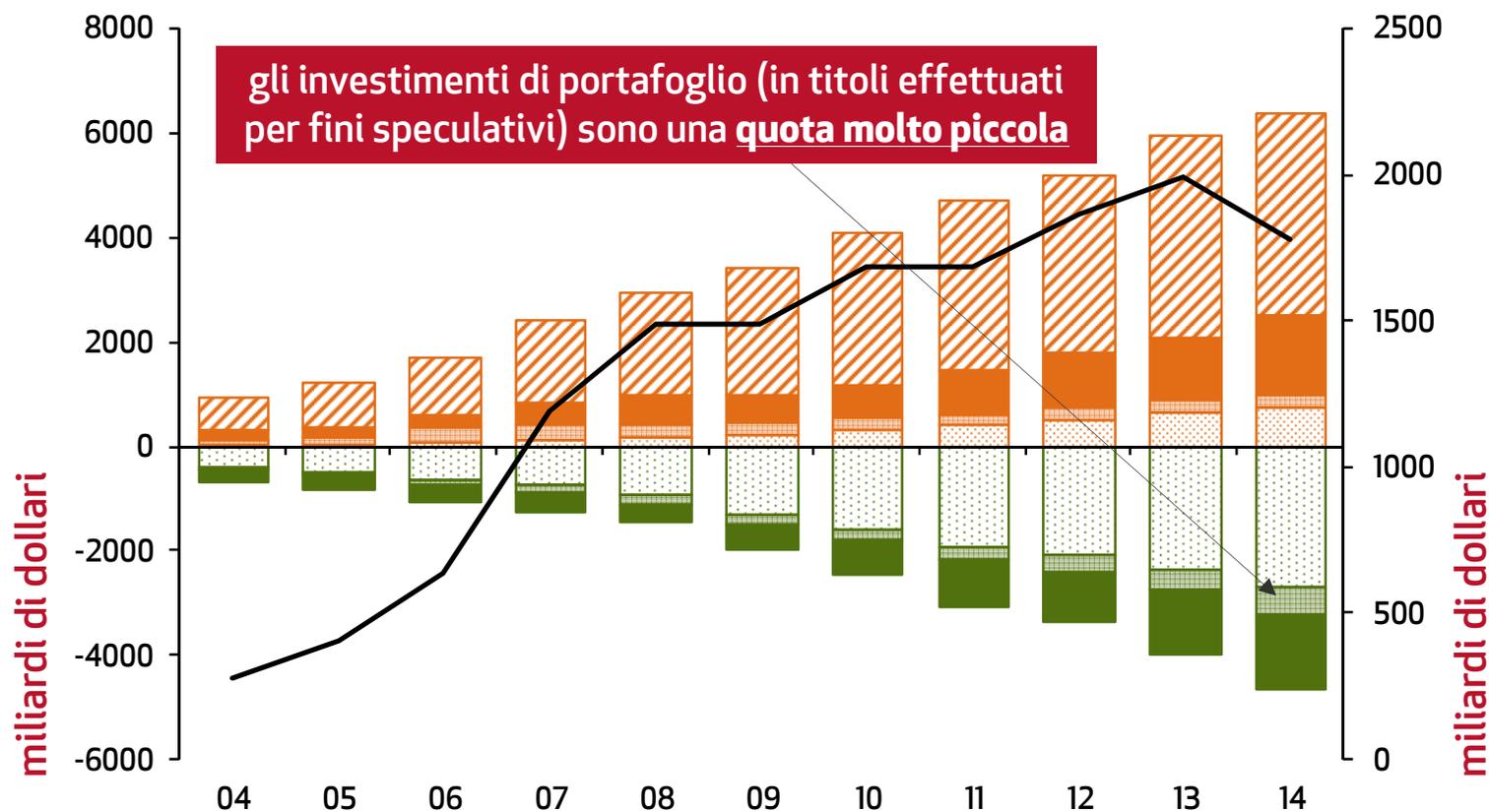
- **la risoluzione della crisi greca**
- **il peso della Cina sulle prospettive di crescita globale**
- **effetti sui segnali di ripresa in atto nell'Uem**

# Grecia | risoluzione relativamente più rapida delle attese



# Cina | dai mercati finanziari poco probabili spillover al resto del mondo

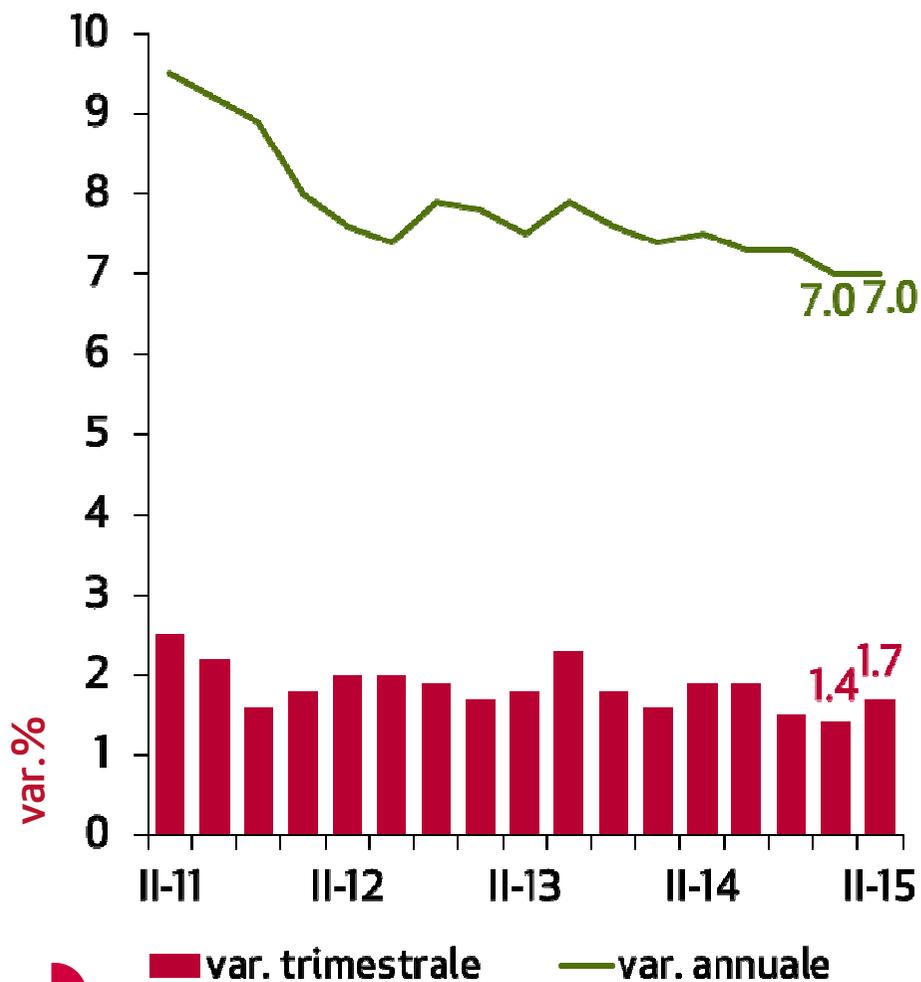
## posizione finanziaria netta sull'estero, Cina



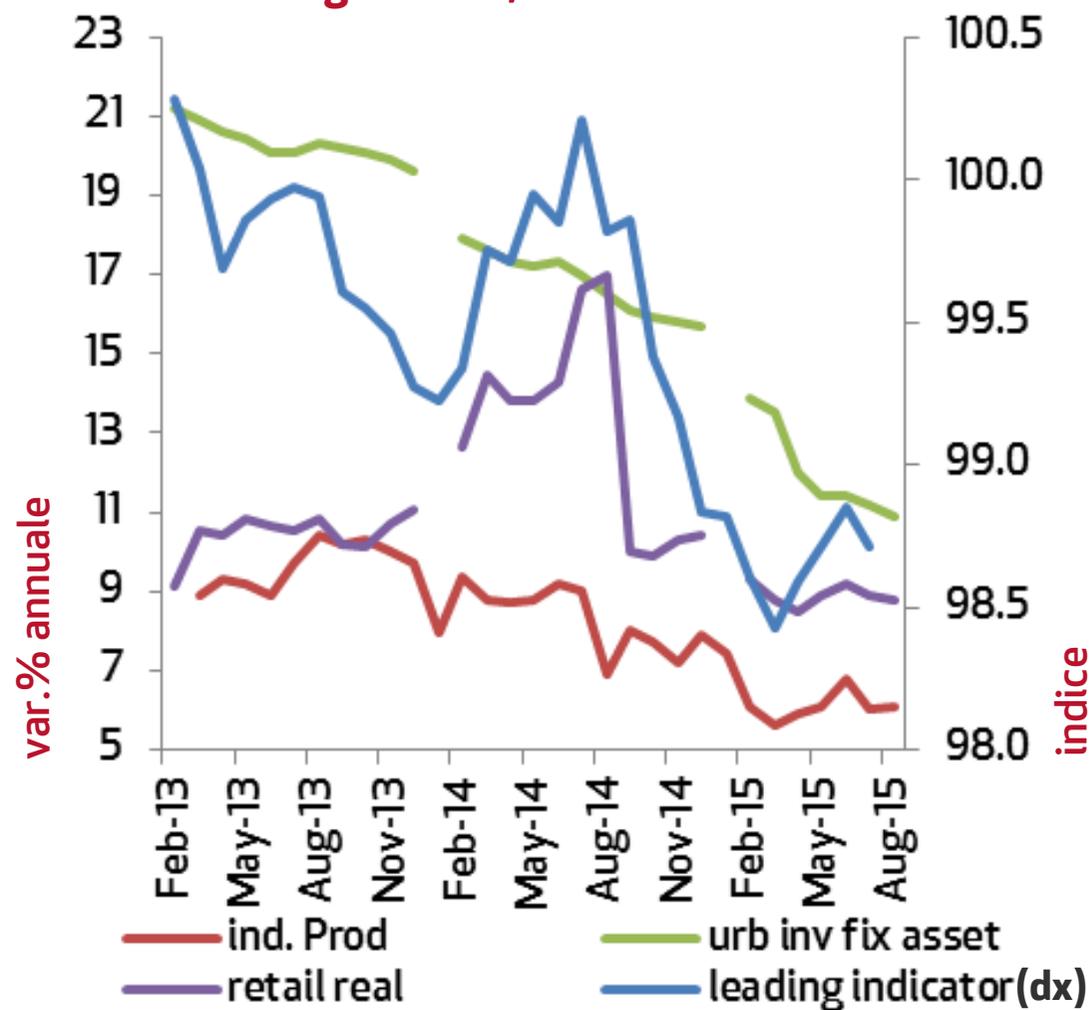
diversa la situazione se gli effetti della crisi azionaria vanno ad alimentare negativamente la ricchezza degli operatori che hanno investito in Cina

# Cina | maggiori preoccupazioni dall'economia reale: Pil stabile ma indicatori congiunturali negativi

**Pil reale, Cina**

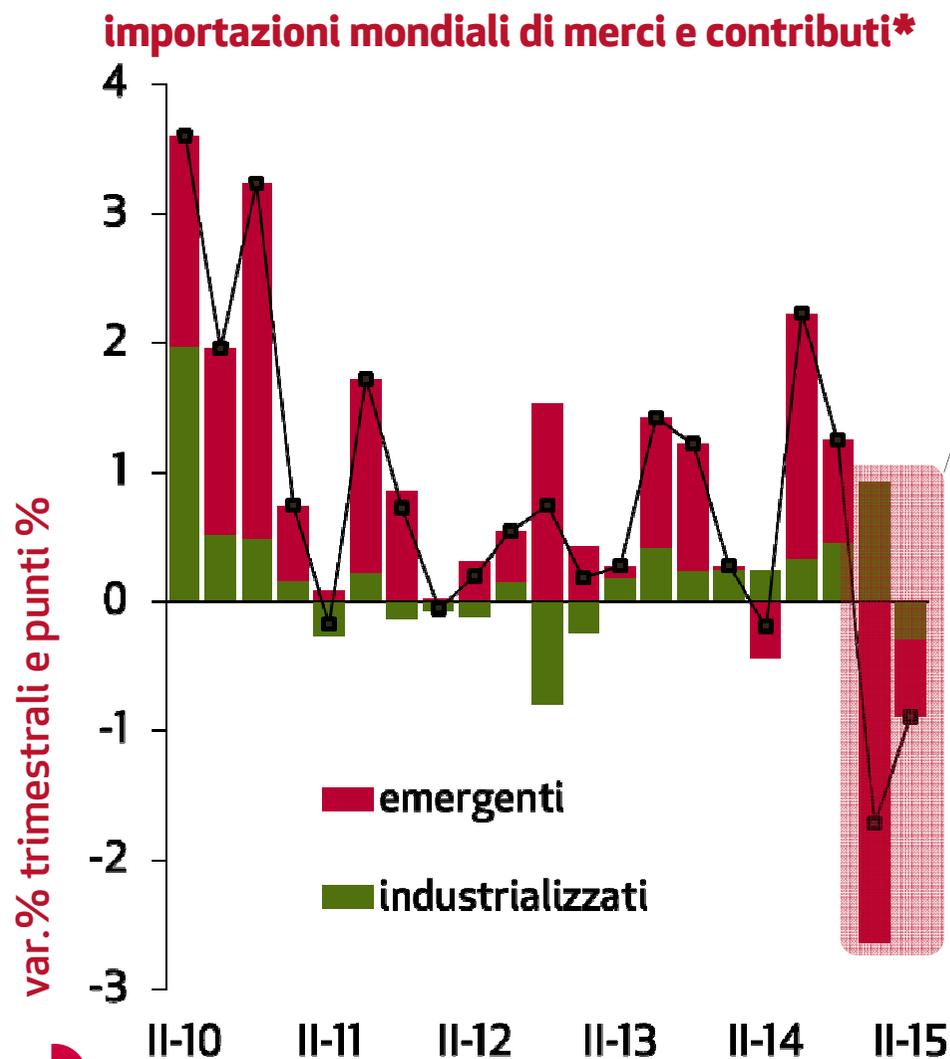


**indicatori congiunturali, Cina**



fonte: National Statistical OfficeChina, World Bank, elaborazioni Prometeia; dati al 4/9/15

# commercio mondiale | in riduzione anche nel II-15



- nel II-15 le importazioni mondiali sono diminuite per il secondo trimestre consecutivo, con l'apporto sia delle economie avanzate (Usa) sia di quelle emergenti, anche se a un ritmo più contenuto rispetto al I-15 (-0.9% vs. -1.7% su base trimestrale)
- **il quadro non sembra migliorato nel periodo più recente**: i dati qualitativi per luglio e agosto segnalano infatti un ulteriore indebolimento degli scambi internazionali di beni

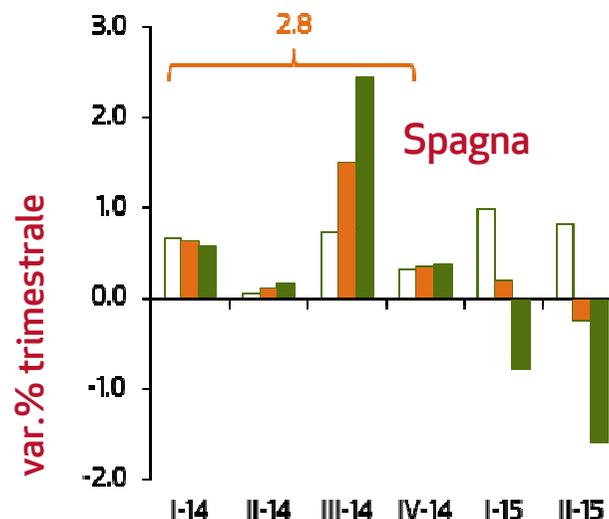
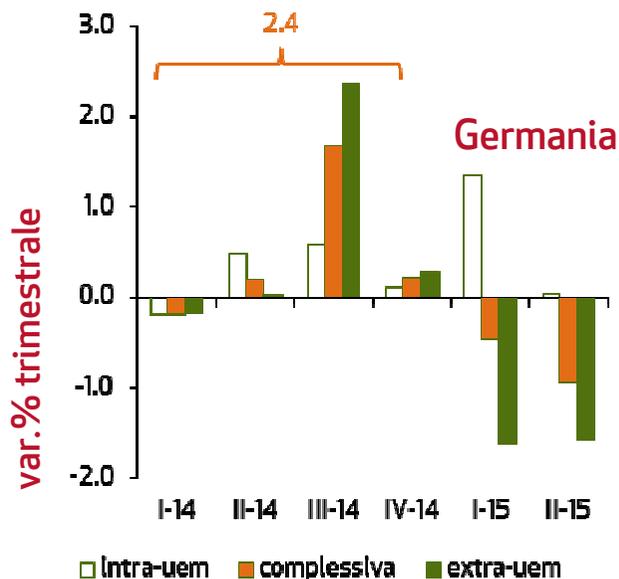
Paese di origine	var.% trimestrale	
	I-15	II-15
Usa	+2.9	-4.1
Uem	+2.8	0.0
Giappone	-5.9	+3.2
Asia	-8.4	+3.6
America Latina	+0.9	-0.3
Est Europa	+0.4	-13.2

- effetto Russia:**
- deprezz. rublo
  - caduta dom. int.
  - minori introiti petroliferi
  - sanzioni

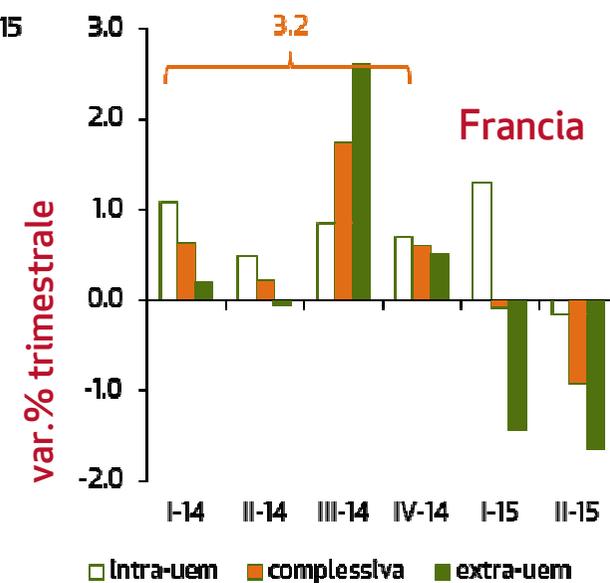
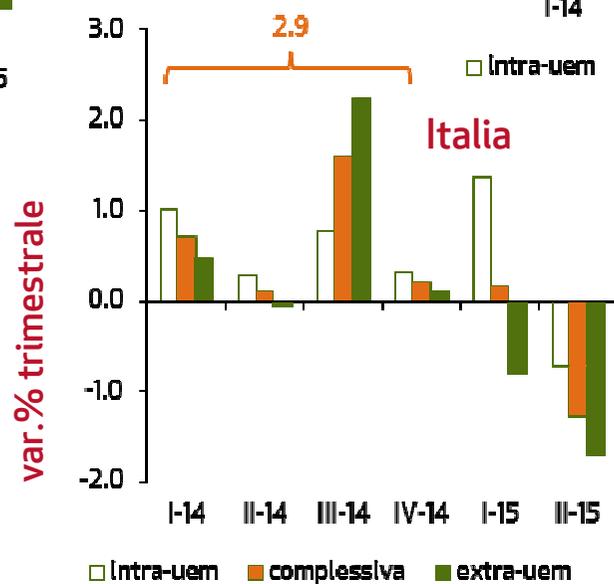
fonte: Thomson Reuters, CPB, elaborazioni Prometeia; dati al 3/9/15  
\* Importazioni di merci per area di origine, \$ 2005, destagionalizzate

# Uem | si sta riducendo la domanda estera potenziale rivolta ai Paesi Uem, in parte compensata dal commercio intra-area

domanda estera potenziale, Paesi Uem



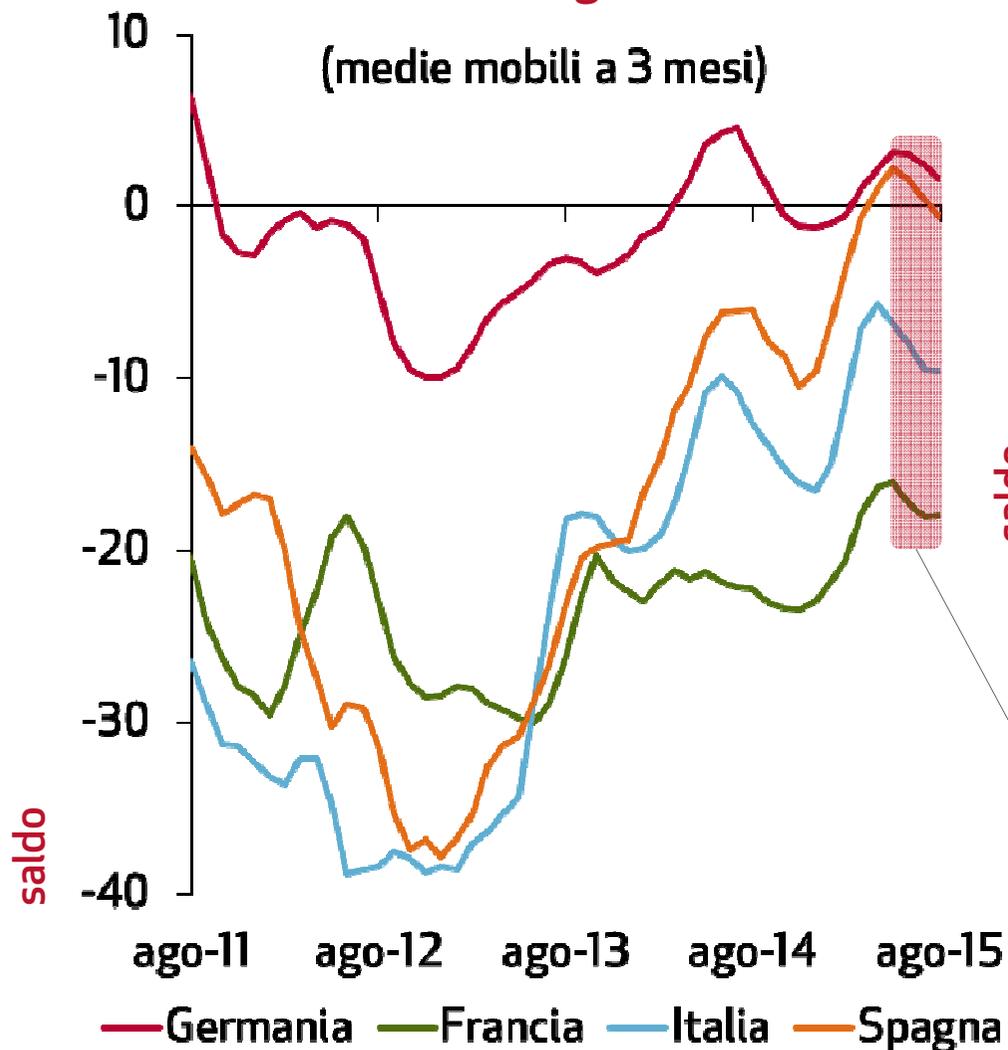
nell'Uem il commercio intra-area ha in parte compensato la minore domanda estera



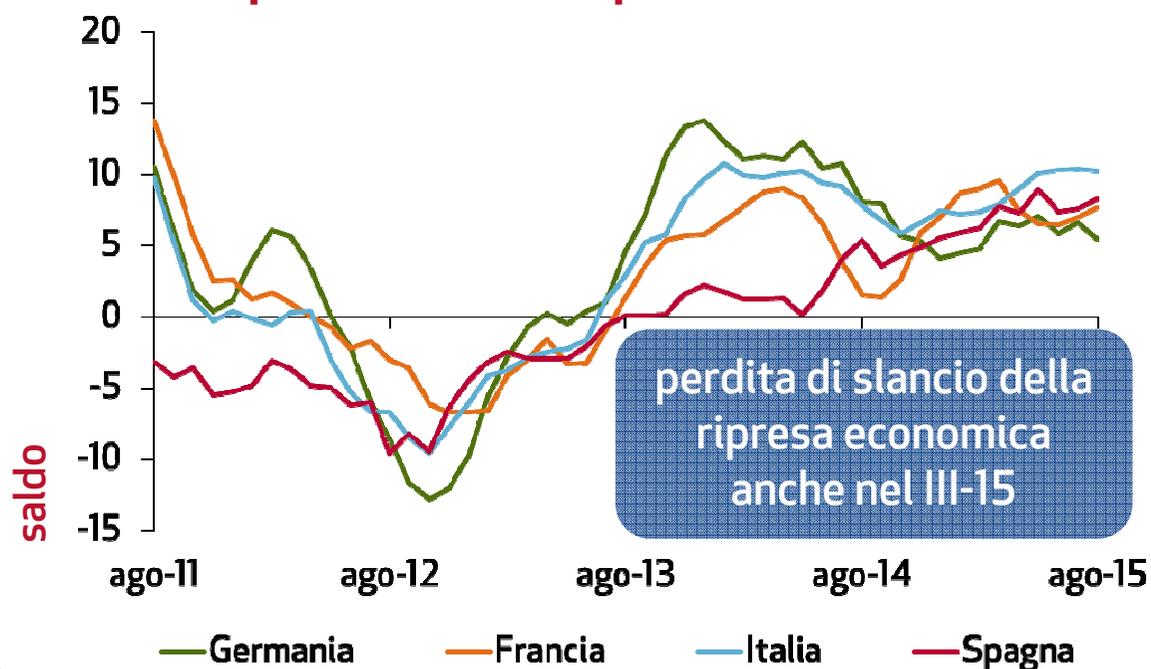
# Uem | per il III-15 non mancano i segnali di debolezza

## clima di fiducia delle famiglie nei Paesi Uem

(medie mobili a 3 mesi)



## attese di produzione delle imprese nei Paesi Uem



- il clima di fiducia dei consumatori si è **sostanzialmente stabilizzato in agosto**, dopo essere peggiorato in luglio
- rispetto al II-15 sono divenute **meno ottimistiche le valutazioni sull'andamento prospettico dell'economia e dell'occupazione**

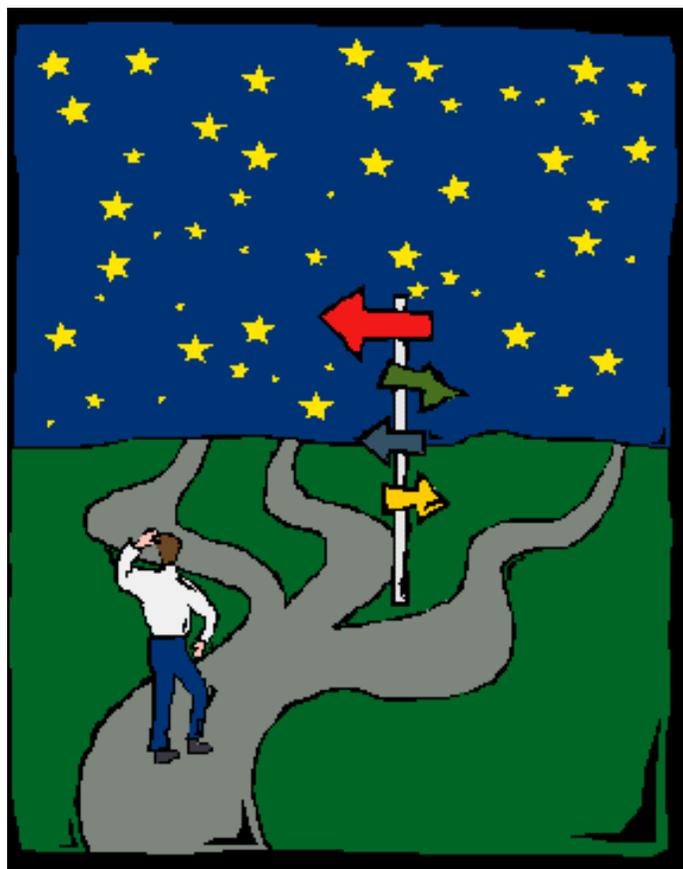
fonte: Thomson Reuters, Commissione europea, elaborazioni Prometeia; dati al 4/9/15

# agenda

il contesto macro finanziario

## 2 | previdenza: orientamento dei policy makers

mercato, strumenti e soluzioni



## policy makers | politiche in favore della crescita e delle PMI...



- **DL Sviluppo (83/2012) e DL Sviluppo bis (DL 179/2012):** strumenti di debito emessi da PMI non quotate
- L.183/2014, D.lgs 22 e 23/2015: riforma del mercato del lavoro («**jobs act**»)
- L.164/2014 («**DL Sblocca Italia**»): aumento di fondi e semplificazione delle procedure per investimenti infrastrutturali
- L.190/2014 («**Legge di Stabilità 2015**»): riduzione del cuneo sul lavoro e credito di imposta per investimento in infrastrutture
  
- **Visione di ampio respiro: Europa 2020** ovvero la strategia decennale per la crescita e l'occupazione che l'Unione europea ha varato nel 2010 ed ora in corso di revisione a metà del piano
- Libro verde «**il Finanziamento a lungo termine dell'economia europea**» della Commissione Europea (25 marzo 2013)
- Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai **fondi di investimento europei a lungo termine («ELTIF»)** (prima approvazione: 10 marzo 2015)
- **AIFMD:** direttiva europea in materia di gestori di fondi alternativi

# policy makers | ... con forte attenzione al controllo dei rischi

- il controllo dei rischi è un tema rilevante sia per il Legislatore sia per i Vigilanti, nazionali e comunitari

## casse di previdenza

- ✓ direttiva 10 febbraio 2011
- ✓ Decreto Interministeriale 255, giugno 2012
- ✓ dm casse

## fondi pensione

- ✓ dm 166
- ✓ IORP Stress test

- gli orientamenti forniti riguardano diversi macro-temi tra cui:
  - linee guida per l'analisi dei rischi e degli investimenti
  - universo investibile
  - gestione integrata di attivi e passivi
  - stress test

# fondi pensione | «DM 166»

## alcuni elementi di novità...

- ✓ ottimizzazione del profilo rischio-rendimento del patrimonio
- ✓ enfasi su **diversificazione**
- ✓ maggiori possibilità **nella selezione degli investimenti**
- ✓ **adeguatezza struttura di controllo** (rispetto alla dimensione ed alla complessità degli investimenti)

## quali nuovi investimenti?

- ▲ abbandono del limite su strumenti emessi da **soggetti/Paesi non OCSE**
- ▲ introduzione dei criteri di investimento in **FIA** (fondi d'investimento alternativi)
- ▲ estensione dell'universo investibile a strumenti **connessi alle commodities**
- ▲ abbandono del limite minimo sulla liquidità
- ▼ restringimento dei limiti di concentrazione su strumenti con medesimo emittente / gruppo
- ▼ restringimento del limite di **esposizione valutaria in divise diverse dall'euro**
- = mantenute le deroghe per i fondi pensione preesistenti riguardo alla gestione diretta e agli investimenti immobiliari diretti o tramite partecipazione (DM 62/07)

**le fonti di diversificazione ora sono molteplici**

# fondi pensione | IORP Stress Test 2015

- ❑ La **Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione** nel corso di maggio 2015 ha richiesto al Fondo Pensione di **elaborare gli stress test previsti da EIOPA**, da comunicare in versione definitiva a Covip entro il **10 agosto prossimo**.
- ❑ Lo stress test si compone di due parti distinte, ciascuna destinata ad una **specificata tipologia di fondi pensione**:
  - ✓ il modulo cd "core" dedicato ai soli fondi a **prestazione definita e ibridi** (multisezione) e volto a valutare la resilienza dei fondi in due scenari sfavorevoli di mercato e in un'ipotesi di incremento delle aspettative di vita (cd valutazione del rischio di longevità);
  - ✓ il modulo "satellite" dedicato ai soli fondi a **contribuzione definita** e volto a valutare la resilienza della prestazione pensionistica complementare **di tre aderenti** tipo (35, 20 e 5 anni al pensionamento) in diversi scenari sfavorevoli (due scenari di shock dei prezzi, due scenari di rendimenti bassi prolungati, uno scenario di aumento delle aspettative di vita).
- ❑ L'EIOPA elaborerà i test ricevuti entro fine settembre e fornirà una relazione pubblica sui risultati entro fine dicembre 2015.



**i metodi suggeriti dai policy maker sono gli stessi che Prometeia Advisor utilizza da tempo nella consulenza agli investitori**

# casse private | direttiva 10 febbraio 2011

Criteri generali a cui gli Enti dovranno fare riferimento nell'assumere decisioni in merito all'investimento dei fondi disponibili e alla gestione del patrimonio accumulato, anche attraverso specifiche previsioni regolamentari

**In particolare, si ribadisce la necessità di:**

- definire, nella valutazione delle operazioni di investimento/disinvestimento, linee guida per l'individuazione e l'utilizzo sistematico e trasparente di un'analisi del rischio

controllo del rischio



- adottare, nell'ambito dei piani di allocazione, modelli di gestione degli investimenti e del patrimonio integrati con la struttura del passivo

ALM

**Oltre a richiamare l'attenzione sui seguenti aspetti:**

- ottimizzazione della gestione del patrimonio immobiliare;
- massima trasparenza e pubblicità sui criteri di selezione degli investimenti e dei soggetti coinvolti e sui relativi risultati;
- adozione di misure volte a minimizzare e gestire le diverse tipologie di rischio e ad eliminare i potenziali conflitti di interesse

# casse private | convergenza della vigilanza

Ministero Lavoro e Politiche Sociali – **Decreto Interministeriale n.255 del 5 giugno 2012** disciplina:

- le modalità con le quali la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP) riferisce ai Ministeri vigilanti (Lavoro e Politiche Sociali e Economia e Finanza) in merito alle risultanze dell'attività di controllo esercitate con riguardo agli Enti di Previdenza di diritto privato di cui al Dlgs n. 509/1994 e al Dlgs n. 103/1996

In particolare stabilisce che entro il 31 ottobre di ogni anno la Covip trasmette ai Ministeri vigilanti una relazione dettagliata nelle quale, per ciascuno degli Enti, sono evidenziati i seguenti aspetti:

- indicazione delle politiche di investimento/disinvestimento del patrimonio, con particolare riferimento al **monitoraggio e alla gestione del rischio, in un'ottica di gestione integrata e coerente tra le poste dell'attivo e del passivo;**
- **composizione del patrimonio**, distinto in mobiliare e immobiliare;
- disaggregazione del patrimonio per **tipologia di investimento;**
- **risultato della gestione finanziaria**, evidenziando i fattori positivi o negativi che hanno contribuito alla sua determinazione;
- **modalità seguite nella gestione diretta e/o indiretta**, con evidenza di advisor e gestori e delle modalità di selezione e remunerazione degli stessi;
- **sistemi di controllo adottati;**
- **banca scelta per il deposito** delle risorse affidate in gestione, nonché le modalità di selezione della stessa;
- **tasso di rendimento medio** delle attività realizzato nell'ultimo quinquennio.

## casse private | DM «equivalente 166» per le Casse

- caratteristica peculiare di una Cassa di Previdenza e Assistenza: **gestire un patrimonio finalizzato**, in particolare all'erogazione delle prestazioni previdenziali e assistenziali
- obiettivo della gestione del patrimonio di una Cassa privata: **capacità di fare fronte, nel medio-lungo termine, alle prestazioni minimizzando i rischi di insolvenza**
- coerentemente con la produzione normativa degli ultimi anni, lo schema di DM in materia di investimento delle risorse finanziarie degli Enti previdenziali riaffermerà la necessità di adottare un impianto di gestione integrato attivo passivo, magari anche richiedendo la predisposizione di un **prospetto informativo a valori correnti, sia dell'attivo sia del valore attuale netto delle passività!**

- coerenza con il profilo di rischio e con la struttura temporale delle passività detenute
- equilibrio finanziario, sicurezza, redditività liquidabilità degli investimenti

ALM

- procedure e strutture organizzative professionali e tecniche adeguate alla dimensione e complessità del portafoglio e ai rischi assunti

strumenti &  
processi

## fondi pensione & casse private | il DM Credito d'Imposta

- ❑ stabilisce le condizioni, i termini e le modalità di applicazione del credito di imposta previsto dalla Legge di Stabilità (legge 190/2014), ed **individua le attività di carattere finanziario a medio e lungo termine nelle quali i medesimi soggetti devono effettuare i loro investimenti al fine di usufruire del predetto credito** (art. 1);
- ❑ delineata in modo tale da attrarre risorse private verso il **settore delle infrastrutture** e delle **società non quotate** operanti nell'UE e nel SEE
- ❑ prevede la possibilità di investire in **azioni, obbligazioni e fondi di durata non inferiore a 5 anni**
- ❑ al fine **di garantire che il capitale privato rimanga investito per un periodo di tempo medio/lungo**, il DM introduce **un limite temporale minimo (cinque anni)** di detenzione dello strumento finanziario, e prevede, inoltre, che, **nel caso di cessione o scadenza del titolo oggetto dell'investimento prima del quinquennio, il corrispettivo conseguito venga reinvestito in altre attività analoghe**

# normativa e previdenza | in sintesi

- Prometeia Advisor insiste da tempo su alcuni concetti fondamentali che sono gli stessi che la normativa comunitaria prevede nel processo di armonizzazione e di controllo della previdenza europea di 2° pilastro
  - **equilibrio oggi!** - con un'attenta analisi delle sue evoluzioni nel futuro
  - valutazioni del passivo e dell'attivo con un **approccio a mercato!** - **prudenziale** e con riserva al seguito, con logica «Solvency oriented»
  - stress test e **what if analysis!** - l'analisi stocastica e gli stress test su attivo e passivo, non rappresentabili da ipotesi deterministiche di lungo termine, sono alla base della definizione degli obiettivi di rendimento e dell'ottimizzazione dinamica dell'asset allocation



# agenda

il contesto macro

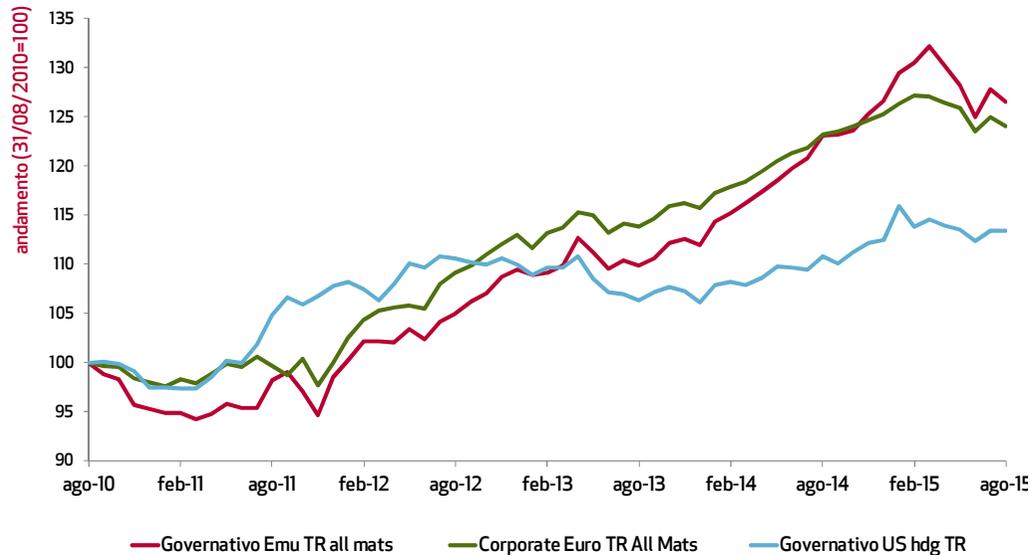
previdenza: orientamento dei policy makers

## 3 | **mercato, strumenti e soluzioni**

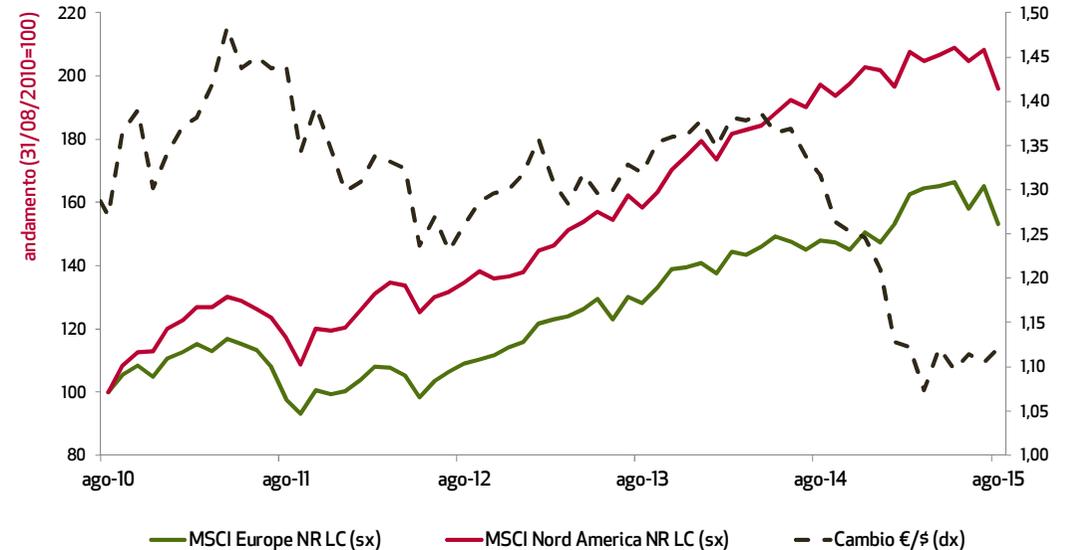


# scenario di mercato | i rischi (1/2)

## Mercati obbligazionari euro – ultimi 5 anni



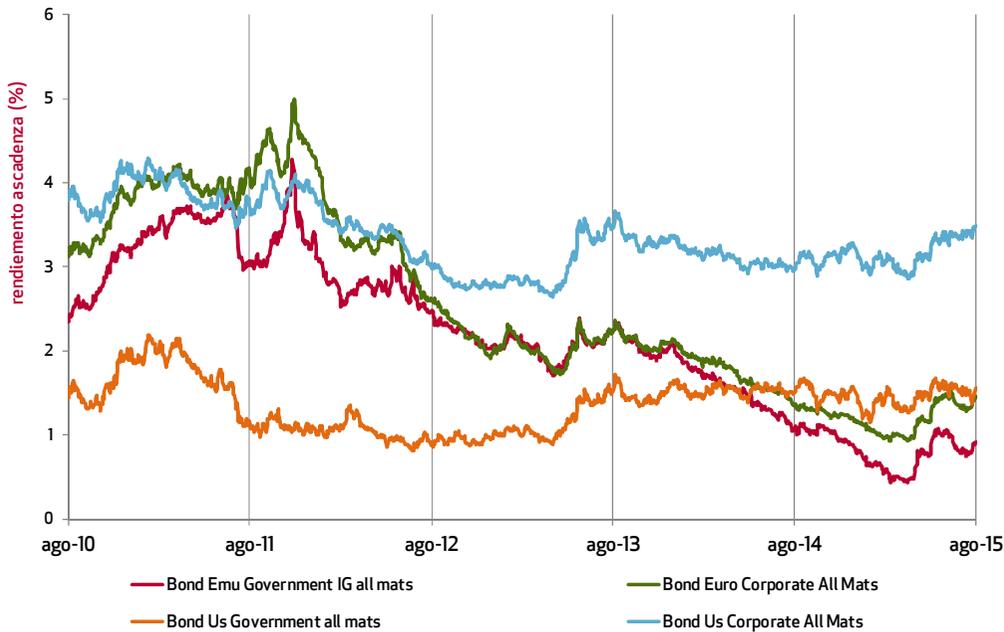
## Mercati azionari e cambio – ultimi 5 anni



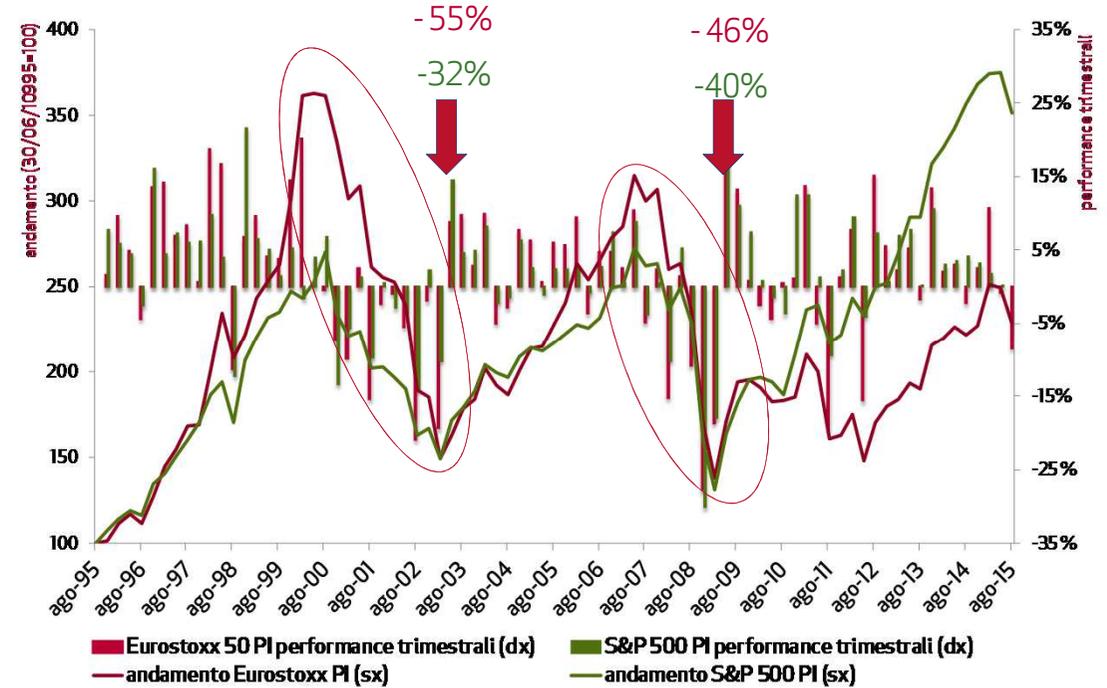
- ❑ **Guardando indietro:** crisi debito periferico a parte (seconda metà 2011) **mercati obbligazionari ed azionari europei euforici negli ultimi 5 anni** (ago 10-ago 15), ed Euro naturalmente indebolito dagli ultimi interventi della BCE
- ❑ **Guardando avanti:** sono evidenti i rischi dell'attuale contesto (**Grecia, Cina, ritardi nella ripresa economica globale**). Siamo forse a un punto di svolta?!

# scenario di mercato | i rischi (2/2)

Rendimenti a scadenza indici bond - ultimi 5 anni



Mercati azionari - ultimi 20 anni



- Rendimenti a scadenza dei mercati obbligazionari europei ancora su valori ridotti seppur in aumento e inferiori a quelli dell'area US (in valuta locale)
- Volatilità azionarie in media contenute nell'ultimo quinquennio, dato il contesto di crescita; eventuali fasi di storno, come ha mostrato anche lo scorso agosto, possono tuttavia essere repentine e, soprattutto, di intensità importante

# scenario di mercato | sintesi

## Il contesto normativo e di mercato prima e dopo il «QE» della BCE

- **bassi tassi di interesse in tutte le economie sviluppate (tra cui Europa e USA)**, derivanti da **politiche monetarie espansive** attuate nell'intento di rilanciare le rispettive economie;
- problema di **deflazione e bassa crescita** in Europa
- primi segnali di un possibile restringimento monetario in USA (III o, più probabilmente, IV trim. 2015)
- il «QE» europeo avviato a gennaio ha ridotto ulteriormente i rendimenti delle obbligazioni verso minimi storici (fine marzo), al contempo spingendo sia i corsi obbligazionari che azionari

## La situazione greca e la «sindrome cinese»

- il **timore prevalentemente «politico» legato alle tensioni sul debito greco ed il rallentamento dell'economia cinese** hanno generato molta volatilità a partire da maggio, con picchi significativi in agosto sui mercati azionari
- i **tassi swap si stanno riassetando** solo ora sui livelli pre-crisi «greca», comunque superiori rispetto fine marzo
- **credit spread stabili in Europa**

## Quali aspettative nel medio termine

- **rendimenti attesi per portafogli obbligazionari molto contenuti** nei prossimi anni (al limite negativi), in Europa, USA e Giappone;
- «fame di rendimento» veicolerà flussi **consistenti di investimenti in azioni e/o emissioni societarie, anche high yield: presumibile una maggiore selettività rispetto al recente passato**
- elementi di attenzione sui mercati azionari:
  - ✓ **maggiore selettività negli acquisti** (paesi, settori, titoli);
  - ✓ **forte attenzione su settori / titoli «value»;**
  - ✓ **possibili forti oscillazioni - drawdown** – legate ad uno scenario contraddistinto da molti elementi di incertezza

# soluzioni per i portafogli previdenziali

1. **rafforzare il presidio sui rischi, interpretare il contesto in cui operano i gestori, consentire e incentivare l'adozione di strategie attive e flessibili**
2. **diversificare i rischi sfruttando tutte le possibilità offerte dalla nuova normativa**
3. **valutare senza pregiudizi anche altre fonti di redditività:**
  - a) premi per il **rischio di illiquidità**
  - b) rischi orientati al supporto di occupazione e reddito driver fondamentali di sostenibilità e adeguatezza in una sorta di investimento «*Mission Related*»
4. **sfidare i propri consulenti, richiedere un salto di qualità nella capacità di interpretare lo scenario e fornire indicazioni robuste per gestire – non solo calcolare a posteriori - i rischi di portafoglio**

# Prometeia Advisor accetta la sfida !!!

- ❑ abbiamo effettuato **importanti investimenti** negli ultimi due anni per fornire **soluzioni adeguate al mutare del contesto normativo e di mercato**:
  1. **ALM evoluto**, che integra **sostenibilità e adeguatezza**
  2. **modellistica di valutazione ex-ante dei rischi** di mercato e di portafoglio
  3. integrazione **degli scenari stocastici modulati sulla base delle previsioni «made in Prometeia»** all'interno dei modelli di asset allocation
  4. ulteriore **rafforzamento della piattaforma di risk measurement & management**
  5. **screening mercato investimenti alternativi / illiquidi** in vista di una possibile / auspicabile (maggiore) apertura a questi investimenti da parte degli investitori previdenziali
  6. adesione ai **Principi per gli Investimenti Sostenibili delle Nazioni Unite (UNPRI)**

# disclaimer

Il presente report 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 report ed 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 ed 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 report e/o della informazioni e dei dati in esso contenuti.

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

Il destinatario del report si impegna, pertanto, anche per il fatto dei propri dipendenti e/o consulenti e/o ausiliari e/o collaboratori, ad osservare il più rigoroso riserbo in ordine a qualsiasi notizia, informazione, dato contenuto nel presente report, 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 report.