

Il lascito di Super Mario Soluzioni di impiego con tassi SOTTO ZERO

XIII Itinerario Previdenziale – 26 settembre 2019, Sicilia



LINK CONSULTING PARTNERS SPA

IL LASCITO DI SUPER MARIO: TASSI SOTTO ZERO



"Abbiamo deciso di abbassare i tassi di interesse chiave della BCE di dieci punti base a -0,50 %"

"Ripresa del quantitative easing con un ritmo di acquisto di 20 miliardi al mese a tempo indeterminato"

Mario Draghi, 12 settembre 2019

CHI NE BENEFICIA?

Il livello dei tassi di interesse attuali **sostiene i governi europei** abbassando il loro costo del debito. Questo però comporta una **riduzione della contribuzione al rendimento della componente obbligazionaria**, solitamente in sovrappeso nei portafogli istituzionali italiani, ed un impatto nel momento della **conversione delle quote** in reddito pensionistico **(da compensare con valori delle "quote" più alti possibili)**.

COSA FARE E NON FARE

I fondi pensione, in questo momento storico, devono pensare ad aumentare il capitale e il beneficio dei propri aderenti perseguendo la **ricerca del rendimento** in strumenti **alternativi** rispetto al passato e **non devono sperare che la situazione** dei tassi e dello stimolo monetario nei mercati **possa cambiare** nel prevedibile futuro.

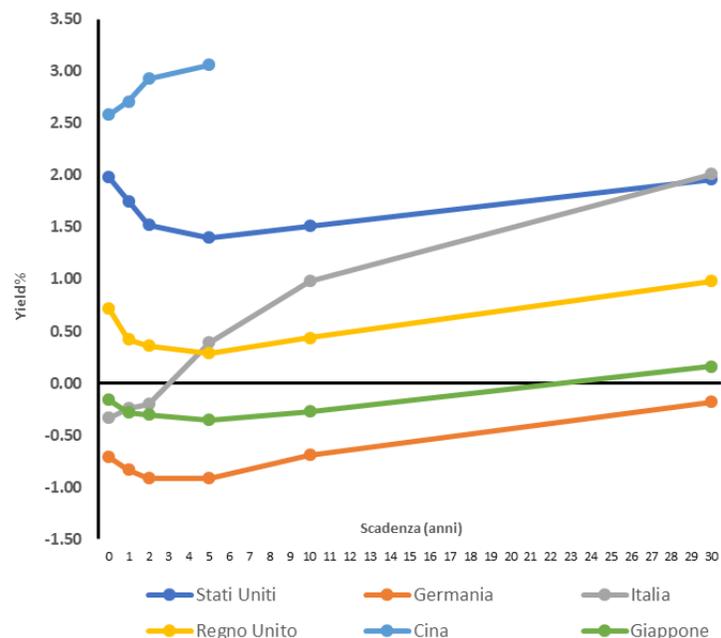
OPPORTUNITÀ E TRAPPOLE

I tassi attuali, malgrado l'aumento della volatilità, sostengono i mercati azionari ed i risky bond assets. I rendimenti dell'obbligazionario governativo europeo e dei corporates di alta qualità del credito rimangono fermi. Sono agevolati gli **investimenti alternativi** (private equity, private debt, infrastrutture...) che generano sostanziale valore aggiunto nel tempo garantendo una buona **decorrelazione dai mercati tradizionali** e un **extra rendimento** dovuto al **risk premia del fattore illiquidità**, che comunque dovrebbe essere un rischio ben sostenibile da un fondo pensione.



CURVE DEI TASSI ED INFLAZIONE

Yield Curve Agosto 19



Curve dei rendimenti (confronto mese corrente/mese passato) per diverse scadenze (3m, 1Y, 2Y, 5Y, 10Y, 30Y); Elaborazione: Link Consulting Partners SCF S.p.A.; Fonti: Bloomberg.

La dinamica dei tassi di interesse dei **treasuries americani** riflette la politica accomodante da parte della FED.

In **Europa** e in **Giappone** i tassi permangono in **territorio negativo** con scarsa probabilità di rialzi a medio termine. Le assicurazioni della BCE e l'ultimo rimpasto governativo italiano mantengono lo **"spread" BTP/ Bund** stabilmente sotto quota 200 (10yr).

Aspettative Inflazione (YoY%)	Ago 19	Lug 19	Giu 19	Mag 19	Apr 19	Mar 19	Feb 19
Stati Uniti							
2019	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
2020	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2
2021	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2
Germania							
2019	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
2020	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
2021	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	
Italia							
2019	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
2020	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
2021	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5
Regno Unito							
2019	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
2020	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
2021	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
Cina							
2019	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
2020	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
2021	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5	2.3	2.3

Aspettative inflazione mensili su base annuale per 2019, 2020, 2021; Elaborazione: Link Consulting Partners SCF S.p.A.; Fonti: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, ISTAT, UK Office for National Statistics, National Bureau of Statistics.

Nell'**Europa continentale** si registrano livelli al di sotto del target ipotetico inflattivo del 2%. La tendenza rimane costruttiva, tuttavia i **valori target rimangono un miraggio**.

L'inflazione nel **Regno Unito** rimane più alta rispetto ai suoi "ex alleati europei". Tale situazione rischia di deteriorarsi ulteriormente con il "Brexit" oramai alle porte.

Negli **Stati Uniti** il livello dell'inflazione si mantiene stabilmente a valori sostenibili rispetto alla crescita in atto senza il rischio di scatenare un aumento dei tassi.



CRESCITA IN RALLENTAMENTO, MA SOSTENIBILE

Dinamica GDP (QoQ%)	2019 Q2	2019 Q1	2018 Q4	2018 Q3	2018 Q2	2018 Q1	2017 Q4	2017 Q3	2017 Q2	2017 Q1	2016 Q4	2016 Q3
Stati Uniti	0.50	0.80	0.30	0.70	0.90	0.60	0.90	0.80	0.50	0.60	0.50	0.50
Eurozona	0.20	0.40	0.20	0.20	0.40	0.40	0.70	0.70	0.70	0.70	0.80	0.40
Italia	0.00	0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.20	0.40	0.40	0.40	0.60	0.50	0.40
Regno Unito	-0.20	0.50	0.20	0.70	0.40	0.10	0.40	0.50	0.30	0.40	0.70	0.50
Cina	1.60	1.40	1.50	1.60	1.70	1.50	1.50	1.70	1.80	1.50	1.60	1.70
Giappone	0.40	0.70	0.40	-0.50	0.40	-0.10	0.30	0.70	0.40	0.90	0.20	0.30

Crescita Trimestrale GDP (QoQ%) delle macroaree di interesse; Elaborazione: Link Consulting Partners SCF S.p.A.; Fonti: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, ISTAT, UK Office for National Statistics, National Bureau of Statistics

Aspettative GDP (YoY%)	Ago 19	Lug 19	Giu 19	Mag 19	Apr 19	Mar 19	Feb 19
Stati Uniti							
2019	2.30	2.50	2.50	2.60	2.40	2.40	2.50
2020	1.80	1.80	1.80	1.90	1.90	1.90	1.90
2021	1.80	1.90	1.90	1.90	1.80	1.80	1.80
Germania							
2019	0.60	0.70	0.80	0.90	0.90	1.00	1.20
2020	1.00	1.10	1.20	1.40	1.40	1.40	1.47
2021	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.25	
Italia							
2019	0.10	0.10	0.20	0.20	0.10	0.10	0.30
2020	0.50	0.50	0.60	0.70	0.70	0.70	0.80
2021	0.60	0.60	0.60	0.70	0.70	0.60	0.80
Regno Unito							
2019	1.30	1.30	1.30	1.30	1.20	1.30	1.40
2020	1.20	1.30	1.40	1.40	1.50	1.50	1.50
2021	1.70	1.50	1.60	1.60	1.60	1.68	1.68
Cina							
2019	6.20	6.20	6.20	6.30	6.30	6.20	6.20
2020	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
2021	5.80	5.80	5.90	5.90	5.90	5.80	5.80
Giappone							
2019	1.00	0.70	0.70	0.60	0.70	0.70	0.70
2020	0.40	0.40	0.40	0.50	0.50	0.50	0.50
2021	0.90	0.80	0.90	0.90	0.80	0.80	0.80

Aspettative Mensili Crescita Annuale GDP delle macroaree di interesse; Elaborazione: Link Consulting Partners SCF S.p.A.; Fonti: Bloomberg Survey.

La **crescita globale** rimane stabile; l'**economia europea** mostra un andamento anemico, ma sostenibile e con indicazioni positive. L'**America** mantiene una crescita moderata priva di rischi inflazionistici di rilievo. La **Cina** prosegue il suo ritmo sostenuto.

Per l'**Europa**(ex U.K.) le aspettative sono per il continuamento della tendenza in atto, e per una **crescita lenta** per più anni consecutivi piuttosto che una robusta nel breve periodo.

Per gli **U.S.A.** prevale l'**outlook positivo**, con tassi d'interesse ben al di sotto dei livelli visti a fine 2018, ma gli eventuali tagli si prospettano moderati, più di impatto psicologico che sostanziali. Per la Casa Bianca, infatti, è più importante frenare la forza dell'USD che limitare l'inflazione, visto che la guerra dei dazi si è spostata nel campo dei mercati FX.

La **Cina** mantiene i valori di espansione economica intorno al 6% annuo, malgrado le pressioni geopolitiche e macroeconomiche (trade war) del momento.



SOLUZIONE PER GLI INVESTIMENTI: **RISK FREE RETURN** RIMARRÀ **RETURN FREE RISK**

Il mix di questi tre componenti, che caratterizzano l'ambiente degli investitori in questo periodo, porta il **bilanciere risk/reward obbligazionario in territorio sfavorevole**.

Gli asset che una volta venivano definiti "**Risk Free Return**" sono diventati, e lo rimarranno per ancora molto tempo, dei "**Return Free Risk**".

Solo i **risky bond assets** mantengono prospettive interessanti, come i **bond convertibili** che beneficiano della loro componente equity senza rinunciare alla qualità del credito o il **private debt** che diventerà sempre più strategico nei portafoglio istituzionali e si rivela spesso più efficiente nella gestione del rischio credito rispetto alle linee di gestione convenzionali "High Yield".

Nel contesto attuale è importante **diversificare le esposizioni azionarie** per settori ed aree geografiche, oltre che per capitalizzazione societaria, tramite una **gestione attiva**, per collocare al meglio gli investimenti nelle macro- e micro-aree che beneficiano di questa congiuntura particolare.

Il **private equity** è una classe di attivi che ben si presta a **gestire i rischi individuali** e **cogliere le opportunità che si presentano**. I tempi lenti di implementazione che richiedono i progetti di private equity inducono ad accelerare il passo nell'investire (utilizzo di proxy temporanei come **listed small caps equity**), mentre, per la necessità di diversificazione geografica, fulcro della gestione del rischio, il nostro consiglio induce ad evitare troppe concentrazioni "mono-paese" salvo per "sovrappesi" tattici catalizzati nei portafogli complessivi.

Tassi negativi

Inflazione sotto target

Crescita in rallentamento

Necessità di fonti di finanziamento alternativo rispetto alle banche per imprese ed infrastrutture

D
E
B
I
T
O

E
Q
U
I
T
Y



MERCATI



S&P 500

Nel frattempo, la ripresa dei mercati azionari vista alle fine del terzo trimestre 2019 è indice di **sostenibilità delle tendenze costruttive di medio- lungo termine**. Le flessioni di maggio e fine luglio si sono dimostrate consolidamenti naturali in conseguenza ai rialzi post dicembre 2018 in eccesso del 20%. Le “new all-time highs” che si registrano nei mercati U.S.A. non dovrebbero dissuadere gli investitori, tanto meno **la durata dei cicli** più volte citati dai macroeconomisti; aspettiamo di vedere “new all-time highs” anche nei mercati Europei.



STXE 600



FTSE MIB



FX



EUR / USD

Il **Dollaro** mantiene la sua tendenza al rialzo in atto malgrado i tentativi statunitensi di indebolire la propria moneta. La discesa dello Yuan al di sotto della soglia del 7 contro USD ha segnato un cambio rotta nelle trattative tra le due "contendenti". Le monete "Safe Haven", JPY & CHF, mantengono la loro posizione di forza durante le attuali tensioni Geo-Politiche.

L'**Euro** rimane a rischio di rovesciare la sua tendenza in discesa. Gli investitori con moneta di riferimento EUR dovrebbero considerare il "currency-risk" a medio-lungo termine quando esposti a Forex.

La **Sterlina** rimane a rischio di ulteriori notevoli correzioni; mentre per gli emergenti & pacifici (SGD, CNY & AUD) ci vorrà una fase di stabilità relazionale tra USA e Cina prima di poter puntare su un recupero.



USD / CNY



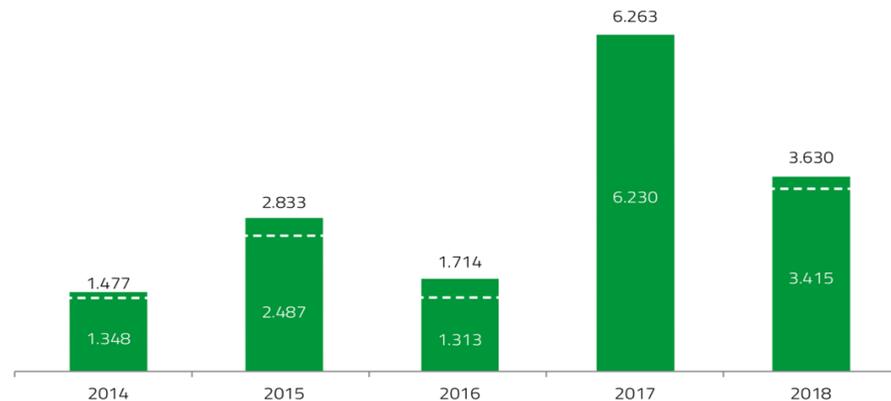
EUR / GBP



ALTERNATIVES: DIVERSIFICAZIONE AZIONARIA ED ILLIQUIDITÀ



Fundraising Private Equity Globale 2004 – 2018; fonte: Preqin Pro.



Evoluzione dei capitali raccolti dai fondi PE italiani; Fonte: AIFI

Nei “risky Assets” innovativi e non, il fattore “**Illiquidità**” è un elemento importante che prevede una **retribuzione per l’investitore istituzionale** (Fondi Pensione, Enti, Casse di Previdenza, Fondazioni). Per consentire tale “illiquidità”, con **la frequenza delle valorizzazioni NAV** che ne derivano, l’applicazione di criteri ESG e “Climate Change” (Co2 efficiency), svolgono un ruolo importante nella **gestione attiva del rischio** pur senza che questo comporti un’eccessiva riduzione dell’orizzonte investibile. I vari livelli di “compliance” consentono più flessibilità rispetto al passato ed inducono gli stessi investitori ad una maggiore **consapevolezza** (“lookthrough”).

Allocazione media globale in Alternativi per Investitori Istituzionali: 28% degli AUM ovvero 2 miliardi di USD

Allocazione media Fondi Pensione Pubblici: 22% degli AUM ovvero 2.738 miliardi di USD.

Allocazione media Investitori USA: 29.6% ovvero 1.365 miliardi di USD

Fonte: Preqin Pro.



ALTERNATIVES: SINERGIE FRA IMPRESE ED INVESTITORE

La costituzione stessa del sistema bancario Europeo induce le imprese a **cercare capitali per vie "alternative"**. Le regole di bilancio (Basel rulings) spesso impediscono le banche a fornire finanziamenti di tipo "classico". In tempi ormai trascorsi, tali finanziamenti si manifestavano solo in forma passiva ("silent capital").

Attualmente, la necessità di livelli sempre più elevati di qualifiche **professionali settoriali specifiche**, ha indotto **nuovi investitori ad aderire alle realtà aziendali offrendo profili manageriali specialistici (tramite i gestori dedicati)**. **Le aziende potranno pertanto contare su "partners attivi" (know how manageriale)** e gli investitori trarranno rendimenti sia dall'efficientamento aziendale, sia dalle caratteristiche intrinseche dell'Asset.

Un denominatore comune è il TEMPO. La partecipazione societaria (Private Equity) o il finanziamento (Private Debt), sono agevolati dal fattore Tempo. L'investitore non necessita dell'accesso al suo capitale, potendo "immobilizzare" la parte illiquida nel suo bilancio in base alle sue specifiche demografiche e disponibilità di flussi, mentre le imprese partecipate, o finanziate, possono portare a termine i loro progetti di sviluppo secondo "bussiness plan" spesso affrontando i rimborsi con il frutto dell'espansione creatosi nel Tempo.

Inoltre, l'investitore può **mirare il micro/macro settore, nell'area geografica desiderata, da "sostenere" con il suo investimento.** Elemento che consideriamo un vantaggio collaterale non indifferente, visto che certi Fondi Pensione o Casse, rappresentano anche dei mestieri specifici, e che nell'insieme rappresentano IL BEL PAESE.



SPUNTI DI RIFLESSIONE

Asset Allocations atte a generare solido valore aggiunto sostenibile nel tempo, anche in scenari macroeconomici particolari caratterizzati da alta volatilità sui «risky assets» e da tassi a / sotto lo 0%.

LA riduzione dei rendimenti complessivi dell'obbligazionario, solitamente in sovrappeso nei portafogli previdenziali, porta a dover aumentare la performance anche in compensazione alla perdita di valore del reddito pensionistico al momento della conversazione delle quote.

Le analisi ALM ci suggeriscono l'introduzione di investimenti illiquidi in Portafoglio, pertanto la selezione dei «best in class» è un elemento fondamentale per efficientare il fattore rischio / rendimento.

Integrare il fattore **E**nvironmental **S**ocial **G**overnance senza compromettere l'apporto di rendimento.

Il mondo lo esige

le parti sociali lo necessitano

IORP II ce lo impone



This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as a solicitation to buy or sell any financial instrument. The information herein, including graphs, charts and other numerical data, is believed by Link Consulting Partners SCF SPA to be reliable, but Link Consulting Partners SCF SPA makes no representation as to the accuracy or completeness of such information. Furthermore, the information is based on the past, and past performance is not necessarily indicative of future results. All rights concerning this report are the property of Link Consulting Partners SCF SPA.

This report may not be reproduced or redistributed, in whole or in part, regardless of the purpose.

