



INVESTOR

The professional Investors' Magazine on Asset Management



EDITORE MONDOINVESTOR S.r.l. • mensile • anno XIX • numero 237 • gennaio 2024 • www.mondoinvestor.com

Rischi geopolitici e inflazione

I fund selector invitano a monitorare le tensioni geopolitiche, che potrebbero mutare politiche monetarie e opportunità d'investimento



ASSICURAZIONI

Gestioni separate più diversificate e con rendimenti che sono tornati in crescita **[11]**

FONDI PENSIONE

Piani previdenziali pronti ad affrontare le nuove sfide: in scadenza oltre 18 miliardi di mandati **[20]**

CASSE

Le priorità del 2024 degli Enti dei professionisti tra mercati quotati, private market e sostenibilità **[38]**

ETF

Gli asset gestiti dagli Etf europei segnano un nuovo record, grazie alla brillante raccolta del 2023 **[51]**

Fund Selector	
L'inflazione resta la variabile da monitorare per orientare le scelte di investimento	3
Assicurazioni	
Performance nuovamente in crescita per le gestioni separate assicurative	11
Sui Btp preferenza alle scadenze medio/lunghe, con diverse opportunità sugli Oicr obbligazionari	16
Il contesto attuale di incertezza richiede un'attenta gestione del cash flow matching	18
Fondi pensione	
Nel 2024 arrivano a scadenza oltre 18 miliardi di euro di mandati dei Fondi pensione	20
Fondi pensione pronti per affrontare anche le prossime sfide dei mercati	27
Grazie a un brillante quarto trimestre, i Fondi negoziali chiudono il 2023 a +6,96%	34
Casse di previdenza	
Una Cassa in continuo sviluppo e dal ruolo sempre più centrale nel sistema Paese	36
Le priorità per il 2024 tra mercati quotati, private market e sostenibilità	38
Casse: obbligazioni e fondi alternativi al centro delle attenzioni anche nel 2024	42
Consulenza	
Il 2024 sarà un anno molto complesso a livello geopolitico e macroeconomico	45
Family office	
Nell'ultimo trimestre 2023, 63 investimenti da parte di famiglie e Family office italiani	48
Etf	
Il nuovo primato in Europa degli Etf, grazie alla seconda maggiore raccolta di sempre	51
Nel 2023, le strategie attive preferite agli Etf passivi e Smart beta	56
Il mercato europeo degli Etf raggiungerà la pietra miliare dei 2.000 miliardi di dollari di AuM nel 2024	58
Nuovo record per gli Etf ed Etp quotati in Europa, il cui patrimonio giunge a 1.819 miliardi di dollari	60
L'industria degli Etf e i settori della difesa militare e informatica	63
Asset manager	
Grandi opportunità nel settore dei Sustainability-Linked Loan	65
I cat bond si confermano una scelta vincente: il 2023 è stato un anno da record	67
Tassi d'interesse: necessario monitorare il trade off fra crescita economica e inflazione	69
Il parametro chiave da monitorare quest'anno sarà l'andamento degli utili	71
Dieci previsioni macroeconomiche per il 2024 che potrebbero rivelarsi errate	73
Private equity	
Ottimo sprint finale per il private equity nell'ultimo trimestre del 2023	75
News	
77	
Rubrica fiscale	
La tassazione dei Fondi pensione sui redditi da partecipazione in società e Oicr	79
Nuovi prodotti	
L'ampliamento degli spread ha creato un ambiente eccellente per la ricerca di alpha	80
"Volevamo essere tra i pochissimi fondi sostenibili incentrati sul sociale"	81
Si amplia la gamma di Etf PAB su Borsa Italiana con un nuovo fondo azionario focalizzato sull'Europa	82
Libri	
83	

I rischi geopolitici invitano gli investitori a mantenere alta l'attenzione sui livelli dell'inflazione, il cui andamento sarà decisivo per le prossime decisioni delle Banche Centrali. A sottolinearlo sono alcuni primari fund selector italiani intervistati da MondoInvestor, che evidenziano, comunque, le opportunità ancora presenti sia nel mercato obbligazionario che in quello azionario (pag. 3). In particolare, secondo ALFA SCF, la selezione sarà cruciale quest'anno nell'investimento azionario, mentre per l'obbligazionario la principale incognita riguarda la crescita economica (pag. 45). Intanto, grazie alle opportunità offerte dai mercati durante il 2023, le gestioni separate delle Compagnie assicurative italiane hanno incrementato la diversificazione e registrato performance in crescita (pag. 11). Intesa Sanpaolo Vita invita a preferire i Btp con scadenze medio/lunghe e segnala diverse opportunità tra gli Oicr obbligazionari (pag. 16), mentre per ITAS Assicurazioni il contesto attuale di incertezza richiede un'attenta gestione del cash flow matching (pag. 18). Anche i Fondi pensione italiani, che hanno appena archiviato il 2023 con rendimenti significativamente positivi (pag. 34), sono pronti ad affrontare le nuove sfide poste dal complicato scenario economico e finanziario (pag. 27). In particolare, in base ai dati di MondoInstitutional, nel 2024 scadranno 65 mandati di gestione di Fondi pensione negoziali e 44 di Fondi pensione preesistenti per un ammontare, rispettivamente, di 13,8 e 4,2 miliardi di euro (pag. 20). Sul fronte delle Casse di previdenza, invece, obbligazioni e fondi alternativi restano al centro delle previsioni di investimento per il 2024, come emerge dai bilanci previsionali di Fondazione Enpam, Enpacl, Enpav e Inpgi (pag. 42). MondoInvestor ha anche incontrato direttamente i rappresentanti di Cnpr, Fondazione Enpaia, Eppi ed Enpav per approfondire i temi dei mercati quotati, dei private market e della sostenibilità (pag. 38), mentre il nuovo Direttore Generale di Cassa Forense, Antonello Crudo, racconta quali saranno le priorità del suo mandato (pag. 36). Tornando al 2023, nell'ultimo trimestre dell'anno si è registrato un ottimo sprint finale per il private equity (pag. 75) e ben 63 investimenti diretti e Club Deals da parte di famiglie e Family office italiani (pag. 48). Il patrimonio di Etf ed Etp quotati in Europa ha toccato il nuovo record di 1.819 miliardi di dollari (pag. 60) e, secondo ETFbook, raggiungerà la vetta dei 2.000 miliardi entro fine 2024 (pag. 58). Il bilancio dell'anno appena concluso, tracciato da alcuni primari Etf provider, è decisamente positivo (pag. 51), con J.P. Morgan AM che segnala una preferenza degli investitori per le strategie attive (pag. 56). Tra gli asset manager, Alcentra evidenzia le grandi opportunità presenti nel settore dei Sustainability-Linked Loan (pag. 65) e Plenum Investments conferma come i cat bond siano stati e saranno ancora una scelta vincente su cui puntare (pag. 67). Nell'azionario, per Banor, il parametro chiave da monitorare quest'anno sarà l'andamento degli utili (pag. 71), mentre per definire il posizionamento obbligazionario, secondo Wellington Management, sarà fondamentale seguire gli sviluppi delle politiche monetarie (pag. 69). Infine, Payden & Rygel indica 10 previsioni macroeconomiche per il 2024 che potrebbero rivelarsi errate (pag. 73).

L'inflazione resta la variabile da monitorare per orientare le scelte di investimento

I fund selector invitano a tenere sotto osservazione i rischi geopolitici, che potrebbero cambiare le previsioni già scontate dai mercati sui tassi d'interesse

di Marco Degrada e Stefano Gaspari

LE PERFORMANCE DELLE PRINCIPALI ASSET CLASS NEL 2023

Azionario globale	23,8%
Azionario globale SRI	25,0%
Azionario Europa	15,8%
Azionario Usa	26,5%
Azionario Emerging markets	9,80%
Obbligazionario aggregate globale	5,7%
Governativo Usa	3,9%
Governativo Eurozona	7,1%
Obbligazionario Emerging markets	10,8%
Corporate globale	9,6%
Corporate high yield globale	13,9%
Commodity	-7,9%

Sono stati utilizzati i seguenti indici: MSCI World Index (Usd), MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index (Usd), MSCI Europe (Euro), MSCI USA Index (Usd), MSCI Emerging Markets Index (Usd), The Bloomberg Global Aggregate Bond Index, Bloomberg Barclays Euro Treasury Bond Index (Euro), JPMorgan EMBI Global Core Index (Usd), Markit iBoxx Global Developed Markets Liquid High Yield Capped Index (Usd), Bloomberg Global Aggregate Corporate Bond Index (Usd), Bloomberg Commodity(SM) (Total Return Index) (Usd), ICE U.S. Treasury Core Bond Index.

Le nuove e continue tensioni geopolitiche invitano gli investitori a mantenere l'attenzione sui livelli dell'inflazione, il cui andamento sarà decisivo per le politiche delle principali Banche Centrali. Nel frattempo, le aspettative sono ancora positive sia per il mercato obbligazionario che per quello azionario, dove la gestione attiva potrebbe fare la differenza. Tra i principali temi d'investimento, che potrebbero risultare vincenti quest'anno, invece, vi sono quelli della transizione energetica e dell'intelligenza artificiale. È quanto emerge dall'incontro di MondInvestor con alcuni tra i principali fund selector italiani, ovvero **Filippo Stefanini**, Responsabile Multimanager Investments di Eurizon, **Stefania Taschini**, Responsabile Divisione Multi-Manager di ANIMA Sgr, **Alessandro Bianchi**, Responsabile Advisory di Mediobanca Sgr, **Mirko Falchi**, Lead Analyst & Advisory Portfolio Manager di Euromobiliare Advisory SIM, **David Karni**, Responsabile Portafogli d'investimento di Bcc Risparmio & Previdenza Sgr, e **Davide Saccone**, Head of Investment Solutions di Quaestio Capital Sgr.

Siamo appena entrati nel 2024 con un panorama contraddistinto da forti tensioni geopolitiche. Cosa vi aspettate a livello macroeconomico nel corso di quest'anno? Secondo voi, quali sono i principali rischi da monitorare?

Stefanini: Per quanto riguarda i rischi geopolitici, ci sono diverse aree di preoccupazione. Le tensioni strutturali tra Stati Uniti e Cina, le incertezze legate alle elezioni negli Usa, insieme al persistere della guerra tra Ucraina e Russia, saranno fattori chiave. Inoltre, l'escalation del conflitto in Medio Oriente

potrebbe avere implicazioni significative su energia e inflazione in caso di un coinvolgimento diretto dell'Iran. Lo scenario centrale per il 2024 è quello di un soft landing e di una diminuzione dell'inflazione e quindi ci si attendono tagli dei tassi da parte di Fed e Bce.

Tuttavia, le Banche Centrali saranno, almeno nell'immediato, piuttosto restie ad assecondare attese di ribassi dei tassi, per evitare un indesiderato allentamento delle condizioni finanziarie. Lo scenario di rischio è quello di una brusca frenata dell'economia, ma al momento i dati macroeconomici non lo supportano, soprattutto per quanto riguarda gli Usa.

Questo rischio andrà monitorato con attenzione, valutando gli effetti ritardati della forte restrizione monetaria dell'ultimo anno e mezzo.

Taschini: Le tensioni geopolitiche di questo inizio 2024 rischiano di avere un duplice effetto: da un lato, aggiungono elementi di volatilità, con il rischio che aumenti parallelamente l'avversione al rischio degli operatori; l'altro potenziale effetto negativo, seppur indiretto, riguarda il rischio di un rallentamento nella discesa dell'inflazione, come conseguenza delle tensioni mediorientali. Le difficoltà del settore della logistica e dello shipping rischiano infatti di generare pressione rialzista sui prezzi di tutta una serie di beni, il cui trasporto diviene più difficile e oneroso.

Benché sia realistico ipotizzare che questi movimenti possano avere una durata limitata, essi potrebbero rallentare e rimandare quel processo di "easing" monetario che il mercato si aspetta nel secondo trimestre del 2024 e che è un elemento centrale su cui si basano le previsioni macroeconomiche. Le aspettative di mercato sul taglio dei tassi si

stanno parzialmente ridimensionando in queste prime settimane dell'anno: ci aspettiamo anche noi un allentamento monetario nel 2024, anche se il timing è ancora incerto.

Un rallentamento della crescita negli Usa e in Area Euro è probabile, seppur modesto e di lieve entità. Tutti questi elementi rappresentano secondo noi fattori da monitorare con attenzione nei prossimi mesi, più che altro per un tema di gestione tattica delle posizioni, mentre la view strategica di medio termine rimane invariata.

Bianchi: Nel 2024 ci attendiamo un moderato rallentamento dell'attività economica che non porterà tuttavia a una recessione. Tale rallentamento sarà accompagnato da un incoraggiante declino dell'inflazione in direzione del target fissato dalle Banche Centrali. Questa dinamica contribuirà a sostenere la crescita globale che già nel 2023, grazie soprattutto alla forza del settore privato, ha mostrato una resilienza molto più marcata di quanto atteso. I recenti dati confermano tale scenario in un contesto caratterizzato da differenziazione tra le diverse aree geografiche con una crescita superiore alle aspettative negli Stati Uniti e più debole in Cina e nell'Area Euro. A causa delle peculiarità di questo ciclo economico e delle incertezze legate alla trasmissione della politica monetaria, i principali rischi riguardano proprio i "policy mistakes". La datazione dell'inizio del ciclo di tagli costituisce il principale rischio di scenario, seguito chiaramente dalla possibilità di uno shock esterno di natura geopolitica che potrebbe scatenare una nuova fiammata inflattiva e un ulteriore restringimento delle condizioni finanziarie.

Falchi: Per il 2024, crediamo in un proseguimento dell'espansione globale, anche se a ritmi decrescenti o comunque inferiori al potenziale e ci aspettiamo ancora divergenza tra una maggiore resilienza negli Stati Uniti, una stagnazione in Europa e nei principali Paesi Emergenti, condizionati dall'andamento del ciclo cinese. Non ci aspettiamo però recessioni significative, grazie ad alcuni fattori che continueranno a dare supporto al ciclo, come la solidità dei bilanci

del settore privato e delle aziende, la forza del mercato del lavoro e quella dei servizi, oltre all'impatto positivo sui redditi derivante dal calo dell'inflazione che crediamo proseguirà, anche se con ritmi meno intensi rispetto alla discesa del 2023.

L'inflazione rimane sicuramente un elemento di rischio da monitorare e le sue dinamiche continueranno a guidare le scelte sulle politiche monetarie. Tuttavia la Fed si è dimostrata propensa a tagli dei tassi nel 2024, anche se rimane incerto l'inizio di questa fase, elemento che potrebbe portare ancora volatilità sui mercati. Altri elementi di rischio sono da ricercarsi nella tenuta dello scenario di soft landing e nell'acuirsi della crisi geopolitica in Medio Oriente che potrebbe portare a rivedere, in senso negativo, sia le dinamiche inflattive e di crescita, sia l'atteggiamento delle Banche Centrali.

Karni: Per il 2024 si assiste a una convergenza di previsioni da parte delle principali banche d'investimento globali su un andamento dell'economia più benigno, così come all'inizio del 2023 l'industry era concorde nel prevedere una recessione.

Come abbiamo visto nel 2023 la previsione si è rivelata sbagliata. Temiamo che allo stesso modo adesso ci sia una compiacenza verso un soft landing o addirittura no landing. Il maggior rischio quindi è un brusco risveglio dei mercati dalla previsione di una Fed che attua un atteggiamento dovish, taglia almeno 3 volte, in conseguenza di un'inflazione sconfitta. Così come nel 2023 abbiamo assistito a due revisioni da parte dei mercati delle aspettative sulla Fed, temiamo durante il primo semestre un altro di questi momenti. E proprio l'inflazione, o meglio un suo rialzarsi se non una difficoltà nel proseguire la discesa verso il 2%, potrebbe rappresentare il momento di inversione. I motivi per una inflazione più difficile da abbattere sono sia interni al mercato americano, dove disoccupazione, salari, vendite stanno mostrando segnali di resilienza oltre le aspettative che esterni con l'evolversi del conflitto mediorientale sul canale del Mar Rosso, causando una deviazione del flusso di scambi glo-



ALLIANCEBERNSTEIN

Investimenti. Essere preparati fa la differenza.

Soluzioni per affrontare serenamente
le incertezze dei mercati

In un contesto di inflazione elevata e di incertezza sui tassi d'interesse, può essere difficile orientarsi al meglio verso il raggiungimento degli obiettivi di investimento.

AB gestisce quattro soluzioni che riteniamo possano aiutarvi ad affrontare i mercati, anche nei momenti di turbolenza.

- **AB Low Volatility Equity Portfolio**
- **AB International Health Care Portfolio**
- **AB Short Duration High Yield Portfolio**
- **AB Select Absolute Alpha Portfolio**

Capitale a rischio.

Segui il QR code
per saperne di più



Questa è una comunicazione di marketing. Riservato esclusivamente agli investitori professionali.

Le presenti informazioni sono fornite da AllianceBernstein (Luxembourg) S.à r.l. Société à responsabilité limitée, R.C.S. Lussemburgo B 34 305, 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Lussemburgo. Autorizzata in Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

I portafogli sono comparti di AB SICAV I, una società d'investimento di tipo aperto a capitale variabile (société d'investissement à capital variable) costituita secondo le leggi del Granducato di Lussemburgo.

La vendita dei Comparti di AB può essere limitata o soggetta a conseguenze fiscali avverse in alcune giurisdizioni. La presente promozione finanziaria è destinata esclusivamente a persone nelle giurisdizioni in cui i fondi e le relative classi di azioni sono registrati o che possono comunque legittimamente riceverla. Prima di investire, gli investitori devono esaminare il Prospetto completo del Comparto, insieme insieme al KIID o KID del Comparto e il bilancio più recente. Le copie di tali documenti, ivi inclusa l'ultima relazione annuale e, se emessa successivamente, l'ultima relazione semestrale, possono essere ottenute gratuitamente da AllianceBernstein (Luxembourg) S.à r.l. visitando il sito www.alliancebernstein.com o www.eifs.lu/alliancebernstein, o in formato cartaceo contattando il distributore locale nelle giurisdizioni in cui la distribuzione dei fondi è autorizzata.

ICMA2023243

bali fra Oriente e Occidente. L'ultimo tema che potrebbe causare volatilità è l'avvio della campagna elettorale negli Usa, non tanto per l'economia americana in sé, quanto per le ipotizzate ripercussioni a livello globale sui fronti cinese e russo.

Saccone: Riteniamo che i principali rischi restino quelli di tipo geopolitico. Dopo il conflitto tra Ucraina e Russia (in parte dimenticato ma tuttora in corso ed ormai passato ad un conflitto di logoramento), l'attenzione si è spostata da qualche mese sul Medio Oriente. Con gli eventi del 7 ottobre 2023 si è infatti aperto un nuovo fronte che sta già avendo implicazioni macroeconomiche se pensiamo alle società di trasporto MSC, AP-Moeller e Cosco che stanno dirottando il trasporto verso il Capo di Buona Speranza. Il rally della duration che abbiamo osservato tra ottobre e dicembre ha ritracciato recentemente contestualmente ai primi attacchi degli Houti, che hanno di fatto limitato il transito dei cargo container sul Mar Rosso.

In questo contesto di elevata incertezza e con il rischio di una nuova vampata inflazionistica, si inserisce la corsa alle elezioni presidenziali Usa: anche questo evento dall'esito tutt'altro che chiaro. Altro viatico cruciale che potrà attenuare o aggravare ulteriormente il rischio geopolitico. L'inizio di queste primarie sembra suggerire un nuovo duello tra Trump e Biden (gara di ritorno del 2020) e i primi sondaggi non sembrerebbero troppo rosei per i Democratici. Tuttavia, non va dimenticato il rischio tutt'altro residuale che entrambi i candidati vengano estromessi dalla gara per problematiche giudiziarie o di salute. Cosa succederà dunque se Trump o Biden dovessero essere estromessi dalla corsa alla Presidenza?

In particolare nel 2023 abbiamo assistito a un ritorno delle allocazioni nell'obbligazionario ma negli ultimi mesi dell'anno l'azionario è tornato a farla da padrone, con un significativo rally sulla scia del ribasso dell'inflazione e delle aspettative di un taglio dei tassi d'interesse. Quali sono state le vostre principali deci-

sioni di investimento nel 2023 a livello azionario e obbligazionario?

Stefanini: Nonostante un consensus di mercato orientato tra soft landing e hard landing, a inizio 2023 abbiamo mantenuto un posizionamento costruttivo sui portafogli gestiti guardando più ai dati reali di crescita economica, inflazione e del mercato del lavoro, piuttosto che agli indicatori soft anticipatori.

La scelta vincente del 2023 è stata quella di entrare nel mese di novembre e dicembre con un robusto sovrappeso di azionario e di duration, che ha permesso di beneficiare del cambio di aspettative sulla politica monetaria della Fed. È stato proprio lo studio del positioning degli operatori di mercato a rafforzare la nostra convinzione sul rally di mercato dopo la riunione della Fed del 1° novembre.

Durante l'anno anche il credito è stato ben rappresentato nei portafogli: nella prima parte dell'anno con esposizioni sui tratti brevi e medi delle curve e nella seconda parte dell'anno con una riallocazione del capitale sulle parti più lunghe. Altra scelta vincente nell'anno è stato il sovrappeso sul mercato azionario Usa e, in particolare, il sovrappeso sullo stile growth.

Vorrei menzionare anche un posizionamento tattico che ha detratto performance, ma sempre gestito con disciplina: ad esempio avevamo esposizione al mercato azionario cinese a inizio 2023 per beneficiare dei possibili effetti positivi della riapertura dell'economia cinese dopo la fine delle restrizioni per la pandemia, ma abbiamo anche tagliato rapidamente i rischi nel primo trimestre dell'anno per preservare le performance. Rimane comunque un tema che monitoriamo anche se al momento non lo troviamo attraente.

Taschini: Il 2023 è stato per molti aspetti un anno di transizione: a livello macro la protagonista indiscussa è stata ancora volta l'inflazione, che per buona parte dell'anno ha costretto le Banche centrali a mantenere un atteggiamento restrittivo nei fatti e hawkish nella retorica; questa "viscosità" dell'inflazione ha mantenuto a lungo elevata la volatilità del mondo obbligazionario, con inevitabili riflessi anche sui livelli dell'azio-

nario.

Abbiamo iniziato il 2023 con un posizionamento prudente nelle nostre allocazioni, con un sottopeso in ambito azionario rispetto ai benchmark e un'allocazione altrettanto difensiva in ambito obbligazionario; nel corso dell'anno abbiamo gradualmente aumentato la nostra esposizione, riposizionandoci dapprima neutrali e nel corso dell'ultimo trimestre in sovrappeso di duration. A livello di composizione di portafogli, abbiamo privilegiato l'allocazione verso governativi esprimendo una preferenza, all'interno della componente corporate, per il segmento investment grade, mantenendo un atteggiamento più cauto sulle obbligazioni ad alto rendimento.

Anche in ambito azionario c'è stata un'importante riallocazione che ha portato i nostri portafogli in sovrappeso nell'ultimo trimestre dell'anno. L'attività gestionale è stata superiore alla media storica e ha riguardato soprattutto le allocazioni settoriali e tematiche, data l'enorme e crescente dispersione di rendimenti nell'universo azionario.

Bianchi: Il 2023, grazie al rialzo dei rendimenti offerti a scadenza, ha segnato il ritorno di interesse da parte degli investitori per le asset class obbligazionarie, inclusa la componente governativa. Tuttavia, uno degli elementi più caratterizzanti del 2023 è stata la forte correlazione tra equity e bond, che ha portato a un pattern speculare al 2022 sui mercati finanziari, questa volta con entrambe le asset class in positivo. Tale tendenza, non sempre netta nel corso dell'anno, ha invece contraddistinto in modo chiaro gli ultimi mesi. Sul fronte obbligazionario, il nostro approccio è stato quello di affidarci, per il timing degli acquisti, soprattutto a previsioni sull'andamento dei rendimenti reali e non solo di quelli nominali; abbiamo così iniziato gradualmente ad accumulare credito riducendo le sottoesposizioni già negli ultimi mesi del 2022, continuando nel corso del 2023 e intervenendo sulla duration della parte governativa solo nella seconda parte dell'anno. Sul fronte azionario, sicuramente la decisione più rilevante è stata quella di credere nella resilienza del-

l'economia mondiale (statunitense in primis), presentandoci a inizio 2023 con il potenziale di rialzo legato all'esposizione azionaria intatto nei portafogli, proprio quando il mood di mercato per le dinamiche macro era più negativo.

Falchi: Come detto la principale sorpresa del 2023 è stata la resilienza dell'economia Usa. All'inizio dello scorso anno il mercato scontava una recessione, invece l'economia Usa ha smentito le attese e ha chiuso l'anno in crescita nonostante una contrazione monetaria più rapida e significativa degli ultimi quarant'anni. Il 2023 ha chiuso con sorprese positive lato crescita economica, ma è stato comunque un anno complesso per i mercati finanziari, dovuto ai frequenti cambi di prospettiva sull'andamento di crescita, inflazione e politiche monetarie; cambi che hanno mantenuto alta la volatilità sui tassi d'interesse e su tutte le asset class. Le nostre scelte nel corso dell'anno hanno visto un progressivo ritorno di interesse per il mondo obbligazionario, non solo per le sue capacità di protezione, ma anche per il rendimento sempre più interessante. Nel corso dell'anno la nostra preferenza è ricaduta per i segmenti a più breve termine, sia per il mondo governativo che per quello del credito, grazie alla potenziale uscita da politiche monetarie restrittive, rendendo questa parte meno esposta alla volatilità dei tassi. Lato azionario abbiamo lavorato sulle scelte settoriali, in particolare sulla tecnologia e sui settori con connotazione di maggiore qualità e difensivi, e abbiamo gestito tatticamente l'esposizione, sia durante il periodo estivo, sia in autunno mantenendo esposizioni importanti anche quando, lo scenario aveva raggiunto livelli di incertezza elevata.

Karni: Nel 2023 siamo partiti cauti, sottopeso azionario e ancora scarichi di duration, per i timori recessivi che condividevamo. Durante il periodo estivo, quando la consapevolezza dell'assenza (o posticipo) della recessione nel 2023 è aumentata, abbiamo provveduto ad aumentare la componente azionaria, senza portarci a un sovrappeso, ma ricomprando quanto necessario per rappresentare appieno la view rinnovata.

Nello stesso periodo abbiamo continuato ad aumentare la duration dei portafogli perché sia in termini assoluti i rendimenti erano interessanti che in termini di eventuale protezione verso una maggiore volatilità, che poi non si è presentata. Questo ci ha permesso di arrivare a fine ottobre nelle giuste condizioni per approfittare del rally di fine anno. Fra le decisioni meno felici un sottopeso della componente creditizia più rischiosa (high yield e debito emergente) sempre legata ai timori di un contesto macroeconomico in declino. L'altra scommessa di allocazione errata, che è stata eliminata durante l'anno, è stata quella sull'azionario cinese, che ha illuso nel mese di gennaio per poi continuare a deludere.

Nel contesto rinnovato di tassi interessanti a livello assoluto vediamo con meno interesse i mercati privati che richiedono, in cambio di un rendimento che oggi è meno "unico" (o brillante) sul mercato, un orizzonte temporale compatibile solo con alcuni prodotti life cycle e meno con l'incertezza e dinamicità che crediamo che il 2024 richiederà ai gestori.

Saccone: Possiamo suddividere le nostre allocazioni del 2023 in due fasi e altrettanti momenti chiave: l'inizio anno è stato contraddistinto da un'allocazione estremamente prudente sull'azionario globale e sul rischio tasso. Tale allocazione non ha aiutato a catturare il rally iniziale dell'azionario ma, data l'incertezza dovuta alle politiche restrittive delle Banche Centrali, abbiamo preferito non inseguire il mercato. Nonostante il sottopeso complessivo, le principali allocazioni erano verso mercati che hanno sorpreso positivamente nel 2023, in particolare il Giappone che è risultato uno dei principali sovrappesi. Abbiamo cominciato a costruire posizioni sulla duration sfruttando soprattutto le scadenze più brevi e il segmento high yield europeo. Questo ci ha permesso di ottenere ottimi risultati nel terzo e quarto trimestre dell'anno.

Qual è, invece, la vostra posizione ed esposizione sulle asset class meno tradizionali, quindi private market e alternativi? Che ruolo

hanno attualmente nei vostri portafogli?

Stefanini: Come team Multimanager Investments siamo focalizzati nella selezione di strategie liquide mentre Eurizon ha creato una società specializzata che si chiama Eurizon Capital Real Asset che si dedica agli investimenti illiquidi.

Taschini: Guardiamo con interesse ma in modo selettivo ai fondi alternativi e illiquidi: includiamo nel nostro universo di analisi fondi chiusi su debito privato, real estate e immobiliari, private equity e venture capital. Crediamo che queste strategie, anche all'interno di portafogli tradizionali, possano aggiungere valore e, soprattutto, una maggiore diversificazione di portafoglio. L'allocazione che prevediamo di avere nei nostri portafogli è strategica ma residuale, visto il diverso profilo di liquidità e liquidabilità. Inoltre, l'analisi e la due diligence di fondi sui private market richiedono un intenso lavoro e una profonda conoscenza dei processi, non solo per la scelta degli strumenti da inserire in portafoglio, ma anche per la fase precedente e successiva all'investimento. Negli ultimi anni, ANIMA ha ampliato il business sui private market, con la nascita di Anima Alternative nel 2020 e l'acquisizione dell'80% di Castello Sgr, specializzata nel segmento real estate, nel 2023.

Bianchi: Liquid alternative e private market rappresentano tipologie di investimenti ormai entrati stabilmente nei portafogli della clientela. Tuttavia, l'esigenza di liquid alternative è andata chiaramente scemando negli ultimi trimestri al crescere dell'interesse per le soluzioni obbligazionarie tradizionali, consentendo agli stessi di tornare a svolgere al meglio il loro ruolo "originale" nei portafogli e cioè decorrelare nel momento in cui le altre asset class si muovono all'unisono. Situazione analoga a quanto vissuto dagli investimenti nei private market: se fino al 2022 erano in primis una fonte di rendimento aggiuntiva, ora prevale l'interesse ad avere driver di performance, sia come beta che come generatori di alpha, differenti da quelle dei mercati quotati.

Falchi: Selezioniamo, tra gli universi investibili a disposizione delle nostre

reti, sia strategie absolute return e multi asset, alle quali stiamo affiancando anche soluzioni in ambito private market (private equity, private debt, infrastrutture e real estate) che consentono di diversificare i portafogli accedendo all'economia reale e al premio di liquidità, con una soglia di investimento più accessibile (come nel caso degli Eltif). Anche per le nostre gestioni patrimoniali abbiamo a disposizione alcune strategie legate al mondo dei liquid alternative, long/short azionari, flessibili obbligazionari e multi asset.

Karni: Sul fronte degli alternative torna l'interesse: la mancanza di un forte trend di crescita per gli asset di rischio li vede, o dovrebbe vederli, come un complemento utile nell'allocazione. Purtroppo molte volte in passato nel momento del bisogno hanno deluso e questo ci obbliga oggi a guardarli con occhio più scettico: una delle giustificazioni del mancato buon comportamento potrebbe essere l'inondazione di liquidità adoperato dalle Banche Centrali negli anni scorsi, che oggi dovrebbe essere parzialmente ridotto, ma non azzerato. In definitiva occorre adottare un duplice lavoro di scelta su quale categoria di alternativi concentrarsi e su quale gestore sia in grado di implementarla al meglio.

Saccone: Le allocazioni ad asset class alternative continuano ad avere sempre maggior rilievo rispetto a 3 anni fa. Nel corso degli ultimi anni abbiamo infatti integrato le allocazioni strategiche della maggior parte dei clienti con esposizioni ai private asset e ai liquid alternative. Tali allocazioni hanno uno scopo tripartito: 1) incrementare la diversificazione di portafoglio e con esso le fonti di alpha; 2) sfruttare la maggior dispersione dei rendimenti all'interno della stessa asset class; 3) assicurare esposizione ai nuovi mercati che si stanno creando su nuove asset class alternative. In questo contesto le allocazioni a private equity, venture capital e private debt hanno l'obiettivo di incrementare le fonti di alpha del portafoglio: 1) le allocazioni ai liquid alternative come bank loan, risk premia, CTA e strategie Long/short perseguono l'obiettivo di sfruttare le dispersioni nei rendimenti

“Dopo 10 anni in
banca ho deciso
di **cambiare la**
mia vita”



VAI SU

consultique.com/it/avvio-alla-professione



seguici su



intra asset class; 2) le recenti allocazioni ai cat bond perseguono l'obiettivo di essere first mover in una nuova asset class che sta crescendo anno su anno.

Ora, alla luce del quadro attuale, ma soprattutto di quello da voi atteso nei prossimi mesi, vi sono delle asset class, delle strategie o degli strumenti che avete in programma di privilegiare e di cui puntate ad aumentare la presenza nei vostri portafogli?

Stefanini: Come sempre la nostra selezione fondi è finalizzata al mantenimento di una lista di fondi approvati, la cosiddetta Buy List. Quindi la nostra ricerca spazia su tutte le asset class e su tutte le strategie di investimento liquide. Possiamo sottolineare che dedicheremo una particolare attenzione sulla decarbonizzazione, in vista degli obiettivi di NZAM, e andremo anche a focalizzare la nostra analisi su strategie di investimento quantitative che possano beneficiare dei recenti sviluppi in tema di artificial intelligence. Infine, vorrei sottolineare che dopo anni di easing monetario da parte delle Banche Centrali, con mercati guidati dall'eccesso di liquidità, ora che il ciclo di rialzo dei tassi è terminato, ci sono le condizioni perché la gestione attiva possa generare excess return positivi attraverso il picking basato sull'analisi dei fondamentali aziendali.

Taschini: Guardiamo con favore, a livello strategico, al mondo obbligazionario all'interno del grande processo di normalizzazione della politica monetaria dopo una restrizione monetaria che non ha precedenti nella storia recente dei mercati finanziari; all'interno di questa view strategica positiva riteniamo altresì preferibile privilegiare emissioni di qualità medio/alta, perché nei prossimi mesi il ciclo economico vivrà una fase di assestamento, con la possibilità di qualche trimestre più debole; appare quindi, in questa fase, opportuno muoversi nel mondo corporate ancora con un certo grado di cautela, che potrà poi esser progressivamente abbandonata in corso d'anno quando avremo conferme sul recupero del ciclo economico globale. Privilegiamo il seg-

mento governativo, sia di Paesi sviluppati che emergenti, posizionandoci a livello di portafoglio su scadenze intermedie. In ambito azionario, pensiamo che la dispersione rimarrà elevata e che un approccio attivo e dinamico possa fare la differenza. Ci aspettiamo una minore concentrazione dei rendimenti rispetto al 2023 e manteniamo i nostri portafogli bilanciati tra settori ciclici e difensivi. Sebbene a livello strategico riteniamo interessanti i settori ciclici, recentemente abbiamo aumentato tatticamente l'esposizione ai difensivi, improntando i portafogli a una maggiore cautela nel breve.

Bianchi: Con le principali Banche Centrali che hanno concluso il proprio ciclo di tightening e l'economia globale più resiliente delle attese, restiamo costruttivi sugli asset rischiosi. Il premio al rischio sull'azionario, pur se in contrazione, rimane su livelli soddisfacenti in Usa e ancora relativamente elevati in Europa e Giappone, con le attese sugli utili da parte degli analisti riviste in miglioramento. I mercati azionari asiatici, in particolare, presentano caratteristiche interessanti per un investitore nel lungo termine: le tre più importanti economie, ovvero Cina, India e Giappone, mostrano infatti tendenze diverse a supporto dell'investment case. L'India sta registrando una significativa crescita nominale del Pil pro capite e sta sviluppando sempre più il proprio mercato interno, il Giappone sta uscendo da decenni di deflazione (supportato dalla politica fiscale e dalla crescita salariale), mentre la Cina, nonostante abbia sotto-performato negli ultimi anni, ha visto la sua politica economica sostenere la crescita. Pertanto, identifichiamo opportunità attraenti nell'area con elementi di forte diversificazione.

Falchi: In generale siamo positivi sul mercato obbligazionario governativo e investment grade, ma tatticamente preferiamo restare in attesa di vedere livelli più interessanti, dopo la forte discesa di fine 2023. Continuiamo a preferire i tratti brevi delle curve e inizieremo a incrementare le posizioni sui tratti più a lungo termine, come dicevo, su livelli di tasso più elevati. Rimaniamo positivi anche sul credito, in particolare sui seg-

menti di maggiore qualità come l'investment grade o le parti a breve dell'high yield. In ambito azionario manteniamo la nostra positività in termini strategici, in particolare scegliendo prodotti attivi, quando vogliamo maggiormente caratterizzare l'esposizione settoriale o quella fattoriale dei portafogli e soluzioni passive o semi attive, quando invece ci interessa l'esposizione all'asset class o a una particolare area geografica.

Karni: Come costruire i portafogli e cosa privilegiare sarà dipendente da quando e con che magnitudo si manifesterà lo scontro di visioni fra mercato e Banche Centrali. Nel frattempo crediamo che ogni picco di rendimento sia un'occasione di acquisto nella parte più conservativa del mondo obbligazionario. Sul fronte azionario continuiamo a seguire il trend delle mega cap americane, in grado di resistere ai tassi più alti, al rallentamento economico, giocando un ruolo difensivo all'interno del portafoglio. Sul fronte tematico, oltre quindi alla tecnologia, guardiamo con interesse al tema della transizione energetica che l'anno scorso ha avuto performance deludenti, ma che leggiamo come occasione di ingresso a prezzi più coerenti con la fase di sviluppo in cui è il settore.

Saccone: Alla luce dell'incerto scenario macro e dei crescenti rischi geopolitici le allocazioni continueranno a crescere sulla componente fixed income, che farà da padrone anche per il 2024. Abbiamo cominciato a costruire posizioni sul rischio tasso e sul credito investment grade in questa prima parte dell'anno e ci aspettiamo di incrementare ulteriormente tali allocazioni. Contestualmente prevediamo di rallentare le allocazioni al credito sub investment grade. Restiamo complessivamente neutrali sull'azionario, pur preferendo un'allocazione maggiormente sbilanciata verso Usa e sottopesata verso i Paesi asiatici. Prevediamo infine di continuare a incrementare le allocazioni verso i private asset e alle asset class decorrelate dai principali rischi in portafoglio. Su questo ultimo elemento, abbiamo recentemente costruito un'allocazione del 2% in cat bond con focus sui rischi di catastrofi naturali.

Performance nuovamente in crescita per le gestioni separate assicurative

Grazie alle opportunità sui mercati, lo scorso anno le Compagnie hanno aumentato la diversificazione nelle 117 gestioni con chiusura dell'esercizio a settembre/ottobre

di Luca Damiani

Ritornano a salire i rendimenti medi asset weighted delle gestioni separate delle Compagnie assicurative italiane, che dal minimo storico del 2,51% del 2022 passano al 2,63% del 2023. Riguardo all'asset allocation, invece, prosegue il calo della quota investita nei Btp, mentre aumenta il peso nelle obbligazioni governative degli altri Paesi europei, nei corporate bond e nelle quote di Oicr. Sono questi i dati più significativi emersi dall'analisi sulle 117 gestioni separate, di cui 13 con fondo utili (cresciute rispetto alle 7 dell'anno precedente), con chiusura del periodo di osservazione a settembre/ottobre 2023, che gestiscono 174 miliardi di euro. Tale campione è pari a circa un terzo del mercato delle gestioni separate, sia in termini numerici che di patrimonio (a fine 2022 erano disponibili 289 gestioni separate con asset pari a 595,7 miliardi di euro).

Tornano a crescere le performance nel 2023

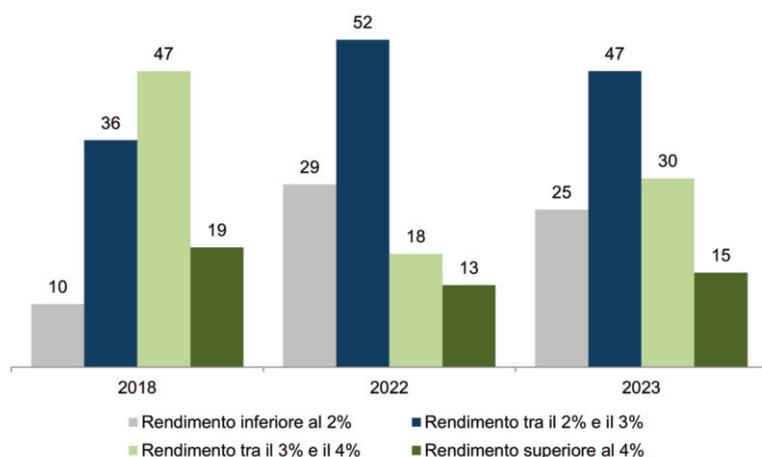
Sembra che si sia chiusa nel 2022 la lunga

fase calante dei rendimenti delle gestioni separate, perché lo scorso anno sono tornate a registrare mediamente un dato in aumento. Nello specifico le 117 gestioni separate considerate mostrano una performance media pesata sulla base del saldo attività pari al 2,63% nel 2023, in crescita rispetto al 2,51% dell'anno precedente. Guardando ai valori storici, infatti, si è passati dal rendimento del 3,1% del 2018 al 3,02% del 2019, per poi proseguire nella contrazione con il 2,76% del 2020 e il 2,61% del 2021. L'analisi comparativa tra i rendimenti negli ultimi sei anni mette in luce che le gestioni separate con risultati inferiori al 3% sono numericamente calate da 81 a 72 (nel 2018 erano 46), mentre quelle capaci di generare performance superiori al 3% sono cresciute da 31 a 45 (nel 2018 erano 66, vedi grafico 1). Inoltre, i dati complessivi mostrano che è tornato a essere superiore il numero di gestioni separate che hanno realizzato nel 2023 un rendimento superiore a quello del 2022 (66 su 111) rispetto a quelle in cui la performance dello scorso anno è calata (45 su 111).

Cresce il peso degli Oicr

Le 117 gestioni separate con periodo di riferimento che si è chiuso a settembre/ottobre 2023 hanno un saldo attività pari a 174 miliardi di euro, un dato in calo per il secondo anno consecutivamente rispetto ai 180 miliardi del 2022 e ai 181,5 miliardi del 2021. Tale calo ha avuto implicazioni sulla componente obbligazionaria, scesa da 145,8 a 138,6 miliardi, ma è diminuito anche l'ammontare investito in titoli di capitale (da 3,9 a 3,4 miliardi) e in liquidità (da 1,3 a 0,8 miliardi). Nonostante tutto, invece, l'allocation in quote di Oicr è cresciuta anche nel 2023, raggiungendo i 28,5 miliardi rispetto ai 26,2 miliardi dell'anno prece-

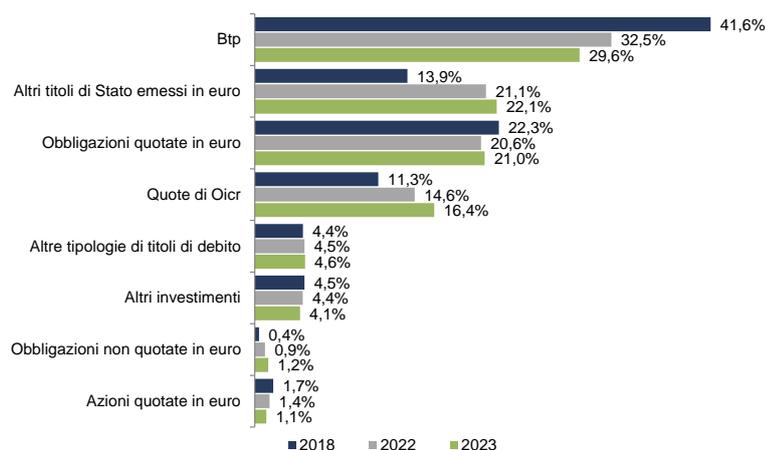
L'EVOLUZIONE DEL RENDIMENTO DELLE GESTIONI SEPARATE



Dati relativi a 117 gestioni separate con un saldo attività di 174 miliardi di euro a settembre/ottobre 2023. Fonte: MondolInstitutional.

grafico 1

L'ASSET ALLOCATION DELLE GESTIONI SEPARATE



Dati relativi a 117 gestioni separate con un saldo attività di 174 miliardi di euro a settembre/ottobre 2023. Fonte: MondoInstitutional.

grafico 2

dente. Infine, le riserve matematiche sono scese da 174,3 a 164,9 miliardi, con una diminuzione del 5,4%. Analizzando nel dettaglio l'asset allocation, risulta che, come si sta osservando dal 2018, anche nel corso del 2023 è diminuita la percentuale detenuta dai titoli obbligazionari, passata dall'81% al 79,6% (era all'84,1% nel 2018). Nello specifico, nell'ultimo anno è scesa la quota investita nei Btp italiani, passata dal 32,5% al 29,6%, mentre, al contrario, è aumentato il peso degli altri titoli governativi in euro, dal 21,1% al 22,1%, e quella dei corporate bond, dal 20,6% al 21%. Registrano un dato in crescita anche le quote di Oicr (dal 14,6% al 16,4%, vedi grafico 2), con la liquidità che, invece, è scesa dallo 0,7% allo 0,4%. Infine, l'esposizione ai titoli di capitale è suddivisa per l'1,1% in azioni quotate in euro e per lo 0,8% in quelle non quotate in euro.

Risultato finanziario netto in miglioramento nel 2023

Guardando i rendiconti delle 117 gestioni separate con data di chiusura dell'esercizio a settembre/ottobre 2023, i proventi da investimenti ammontano a 4,7 miliardi di euro (in leggero calo rispetto ai 4,8 miliardi del 2022), mentre si registrano perdite da realizzi pari a 55 milioni di euro (che rappresentano un miglioramento rispetto alle perdite per 207 milioni del 2022) e retrocessioni di commissioni e altre utilità per 2 milioni di euro (1,9

milioni nel 2022), determinando un risultato finanziario al netto di spese di revisione contabile e di acquisto e vendita di attività di 4,6 miliardi di euro (4,5 miliardi nel 2022), ottenuto però con una giacenza media in calo da 180,8 a 176 miliardi di euro. Entrando più nel dettaglio dei proventi, emerge che la principale fonte di guadagno è rappresentata dagli interessi sui titoli di Stato in euro (sia italiani che di altri Paesi dell'Eurozona), pari a 2,4 miliardi di euro, seguiti dagli interessi sui titoli societari in euro (1 miliardo di euro) e dalle altre tipologie di proventi (1 miliardo di euro), mentre i ricavi frutto di dividendi su azioni in euro sono pari a 125 milioni di euro. Focalizzandosi nell'analizzare il dato degli utili/perdite da realizzi, il risultato del 2023 è determinato quasi esclusivamente da due voci, ovvero le perdite da realizzi pari a 243 milioni sui titoli obbligazionari corporate in euro e gli utili da realizzi per 184 milioni sulle azioni quotate in euro.

Le gestioni separate con fondo utili

Infine, lo scorso anno le gestioni separate con fondo utili con chiusura dell'esercizio a settembre/ottobre sono aumentate numericamente di sei unità, passando da 7 a 13, con il patrimonio che è salito da 4,6 a 6,1 miliardi di euro tra il 2022 e il 2023. Dai rendiconti pubblicati emerge che solo nel 2019, il primo anno di operatività di questa nuova tipologia di gestione, molte Compagnie avevano deciso di trarre beneficio dalle condizioni particolarmente favorevoli sui mercati obbligazionari, realizzando significative plusvalenze latenti e distribuendone una minima parte sotto forma di rendimento, con la quota rimanente che era stata accantonata per gli esercizi futuri. Negli anni successivi, l'andamento più incerto dei mercati finanziari aveva ridotto la possibilità di incrementare il fondo utili, che anzi in alcuni casi era stato parzialmente utilizzato. Nel 2023 si registrano tre gestioni separate con fondo utili con track record più lungo che hanno attinto in parte alle riserve accantonate per incrementare il dato della performance annua e solo una che ha deciso di incrementare il fondo utili, mentre le restanti nove (di cui sei partite lo scorso anno) non hanno agito né per aumentare né per diminuire la performance annua.

L'ASSET ALLOCATION E IL TASSO MEDIO DI RENDIMENTO DELLE GESTIONI SEPARATE CON CHIUSURA DEL PERIODO DI OSSERVAZIONE AL 30 SETTEMBRE 2023

Nome assicurazione	Nome gestione separata	Saldo attività	Variazione saldo attività	Obbligazioni ed altri titoli a reddito fisso	Titoli di capitale	Quote di Oicr	Altri investimenti	Tasso medio di rendimento
Allianz	Vitariv Group	8.531,3	279,3	7.755,2	170,4	450,7	155,0	2,75%
Allianz	Vitariv	6.405,5	466,8	5.566,6	130,3	616,1	92,6	3,10%
UnipolSai Assicurazioni	Fondicoll UnipolSai	5.342,5	44,3	4.490,8	33,6	588,5	229,6	3,04%
Zurich Investments Life	Zurich Trend	5.258,6	-360,7	4.330,0	161,4	180,0	587,2	2,49%
Allianz	Azb Vitariv	3.094,3	-90,4	2.842,1	48,0	162,0	42,2	2,88%
GamaLife Italia	Style	1.902,2	-651,0	1.836,7	0,0	50,5	15,1	3,01%
UnipolSai Assicurazioni	Previattiva UnipolSai	1.847,1	202,2	1.677,4	14,4	66,9	88,5	2,94%
Vera Vita	Popolare Vita	1.638,1	139,7	1.596,9	0,0	33,6	7,6	1,32%
GamaLife Italia	Class	1.547,2	-702,5	1.329,9	0,0	214,2	3,1	1,85%
CNP Vita Assicurazione	Previr	1.264,0	-2,5	1.203,4	2,4	47,5	10,8	3,13%
Allianz	Formula Sicura	1.108,7	68,3	1.081,4	23,5	0,0	3,8	2,19%
Groupama Assicurazioni	Fondo Valore Più	969,9	-22,5	862,0	2,1	105,1	0,7	2,48%
Groupama Assicurazioni	Fondo VitaFin	880,5	-135,9	657,0	12,6	209,1	1,7	2,23%
Vera Vita	Popolare Vita Previdenza	576,4	22,2	541,1	0,0	33,0	2,3	2,22%
Allianz	Azs Vitariv	389,6	-77,4	347,2	16,1	26,2	0,2	2,05%
UnipolSai Assicurazioni	Riv UnipolSai	321,5	-3,5	282,7	1,1	34,0	3,8	3,21%
Vittoria Assicurazioni	Fondo Vittoria Previdenza	244,1	30,6	182,5	0,0	59,8	1,8	2,95%
BIM Vita	BIM Vita	209,8	-39,6	209,8	0,0	0,0	0,0	2,87%
Allianz	Assivita	187,4	-9,0	186,4	0,4	0,5	0,0	1,57%
Groupama Assicurazioni	Fondo Valore Più Previdenza	121,2	8,1	112,0	0,0	8,6	0,6	2,38%
Groupama Assicurazioni	Fondo Groupama Valore	97,6	0,3	81,8	0,0	15,5	0,3	2,26%
Credit Agricole Vita	Crédit Agricole Vita Previdenza	96,3	11,2	81,9	8,2	5,6	0,5	2,44%
UnipolSai Assicurazioni	Fondo Previdenza Impresa	94,0	-2,8	78,5	1,3	10,3	3,8	3,47%
Sara Vita	Futuro & Previdenza	91,6	8,9	74,6	1,6	13,5	1,9	3,01%
UnipolSai Assicurazioni	Vita In	89,1	-9,5	85,1	0,3	10,9	-7,2	4,10%
GamaLife Italia	Previr	75,7	-54,4	74,7	0,0	0,0	1,0	3,61%
Allianz	Valore Valuta USD	73,6	-10,6	67,9	0,0	0,0	5,7	4,00%
Allianz	Previr	37,4	-3,3	37,3	0,0	0,0	0,0	2,20%
Generali Italia	Fondo Liquidagevole	34,4	1,6	33,2	0,0	0,8	0,5	4,79%
Fideuram Vita	Fondo Previr	30,3	-5,1	29,3	0,2	0,0	0,8	2,66%
UnipolSai Assicurazioni	Fondo Previ Maa	23,7	-0,8	21,8	0,0	0,3	1,6	3,74%
Allianz	Valore Valuta CHF	20,9	-0,8	20,8	0,0	0,0	0,1	0,20%
UnipolSai Assicurazioni	Fondo CAB	15,7	-0,8	14,9	0,0	0,1	0,7	2,92%
Allianz	Valore Valuta JPY	7,1	-1,5	5,0	0,0	1,5	0,6	0,45%
UnipolSai Assicurazioni	Innovazione Press	5,2	-0,9	5,0	0,0	0,0	0,3	4,71%
UnipolSai Assicurazioni	Fondo Innovazione - Maa	2,3	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	4,79%
Allianz	Valore Valuta USD ex Ras	1,4	-0,2	1,4	0,0	0,0	0,0	5,61%
UnipolSai Assicurazioni	Fondo Artemis	0,6	-0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	5,35%
UnipolSai Assicurazioni	Vita Press	0,5	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	5,93%
Vera Vita	PresEuro 3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,35%

Dati in milioni di euro. Fonte: MondoInstitutional.

L'ASSET ALLOCATION E IL TASSO MEDIO DI RENDIMENTO DELLE GESTIONI SEPARATE CON FONDO UTILI

Nome assicurazione	Nome gestione separata	Saldo attività	Variazione saldo attività	Obbligazioni ed altri titoli a reddito fisso	Titoli di capitale	Quote di Oicr	Altri investimenti	Tasso medio di rendimento con attribuzione fondo utili
Vera Vita	Vera Stabilità	2.742,3	-34,0	2.399,1	0,0	324,6	18,6	1,64%
BCC Vita	BCC Vita Futuro	889,5	139,7	762,2	0,0	118,3	9,0	2,12%
ITAS Vita	Formula Fondo	828,1	2,0	741,7	5,0	81,3	0,0	2,03%
Arca Vita	Oscar Premium	503,8	503,8	417,6	0,0	0,0	86,1	3,91%
AXA MPS	Mpv Plus	405,4	374,7	375,9	3,3	4,1	22,1	3,42%
CNP UniCredit Vita	CNP GS UTILE	212,2	212,2	198,4	0,0	13,8	0,0	1,66%
Generali Italia	GenRis	163,6	34,1	117,2	7,6	38,5	0,3	2,62%
Banco BPM Vita	BBPM Agile	128,5	128,5	128,4	0,0	0,0	0,1	3,71%
AXA Assicurazioni	GESTIRIV Plus	116,7	116,7	110,9	0,0	0,0	5,7	3,91%
Athora Italia	Athora Risparmio Protetto	86,6	24,7	54,6	0,0	30,0	2,0	4,04%
Generali Italia	Cattolica Serenamente	64,4	13,4	52,2	0,5	11,2	0,5	2,20%
UnipolSai Assicurazioni	PlusValore UnipolSai	5,5	5,5	5,5	0,0	0,0	0,0	3,84%
Athora Italia	Athora Italia - Linea Valore	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	3,59%

Dati in milioni di euro. Fonte: MondoInstitutional.

L'ASSET ALLOCATION E IL TASSO MEDIO DI RENDIMENTO DELLE GESTIONI SEPARATE CON CHIUSURA DEL PERIODO DI OSSERVAZIONE AL 31 OTTOBRE 2023

Nome assicurazione	Nome gestione separata	Saldo attività	Variazione saldo attività	Obbligazioni ed altri titoli a reddito fisso	Titoli di capitale	Quote di Oicr	Altri investimenti	Tasso medio di rendimento
Alleanza Assicurazioni	Fondo Euro San Giorgio	27.572,2	182,9	14.677,4	1.525,0	10.203,6	1.166,3	3,02%
Intesa Sanpaolo Vita	Trendifondo Intesa Vita	14.882,7	-2.047,7	12.404,0	314,9	2.032,5	131,3	2,65%
Arca Vita	Oscar 100%	10.846,3	753,4	10.194,9	0,0	610,7	40,7	2,82%
Genertellife	Glife Premium	8.636,0	-1.537,5	6.927,8	116,2	1.538,8	53,2	2,02%
Genertellife	Ri.Attiva BG	7.903,8	-679,4	6.201,3	126,3	1.567,3	8,9	2,52%
Genertellife	Ri.Alto BG (post scissione)	7.200,2	-488,7	5.306,3	112,4	1.617,6	163,9	2,47%
Alleanza Assicurazioni	Alleata Garantita	5.316,4	459,6	4.585,1	242,5	432,0	56,9	3,01%
Athora Italia	C. Vitanuova	4.785,4	-357,3	3.708,0	0,0	968,6	108,8	2,02%
Intesa Sanpaolo Vita	Fondo Sicuro	3.816,4	-1.079,3	3.655,1	0,1	147,5	13,8	2,28%
Banco BPM Vita	BPM Sicurgest	3.695,6	64,2	2.829,7	139,2	723,7	3,0	2,41%
Generali Italia	Ri.Spe.Vi	3.078,3	-101,0	2.360,4	26,8	681,4	9,7	2,60%
Intesa Sanpaolo Vita	Isv Fondo Cresci Tempo	2.515,4	80,3	2.400,3	6,1	51,3	57,8	3,70%
Reale Mutua Assicurazioni	Reale Uno	2.411,1	-166,5	2.279,1	0,0	104,4	27,7	1,97%
Alleanza Assicurazioni	Euro AlleCapital	2.378,9	-160,6	147,5	27,2	2.203,7	0,5	2,11%
Intesa Sanpaolo Vita	Isv Fondo Cresci Solido	2.331,1	-21,1	2.164,4	24,8	130,5	11,4	3,69%
ITAS Vita	Fondo Forever	2.312,2	-122,7	2.134,8	11,4	166,0	0,0	1,86%
UnipolSai Assicurazioni	Valore UnipolSai	2.299,7	-34,1	1.964,6	6,5	258,6	70,0	3,32%
HDI Assicurazioni	Fondo Bancom	1.744,8	-790,4	1.612,5	1,9	112,8	17,5	2,15%
Athora Italia	Norvita	1.326,5	-62,3	1.054,4	0,0	225,1	47,0	1,81%
UniCredit Allianz Vita	R+R	1.121,4	111,9	1.117,3	0,0	0,0	4,2	2,80%
Generali Italia	Euroforte RE	1.001,1	-46,5	443,5	2,0	511,9	43,6	2,01%
UniCredit Allianz Vita	Creditras Gest	756,1	-167,2	745,4	0,0	10,4	0,3	1,81%
Reale Mutua Assicurazioni	Previ Reale	645,3	130,0	580,3	0,0	22,3	42,6	3,15%
Reale Mutua Assicurazioni	Gestireale	639,2	13,3	587,5	0,0	23,4	28,3	2,66%
Banco BPM Vita	BPM Consolida	575,5	-81,0	440,7	21,2	113,1	0,5	1,86%
HDI Assicurazioni	Fondo Futuro	557,1	-66,6	472,1	0,9	77,9	6,2	2,33%
Intesa Sanpaolo Vita	Spv Trendifondo	432,6	-44,6	343,2	8,8	76,7	3,9	3,43%
Generali Italia	Futuro Semplice	407,1	15,3	324,2	5,8	76,2	0,9	2,82%
Cronos Vita Assicurazioni	Nuovo PPB	359,2	-31,7	358,4	0,0	0,0	0,8	2,23%
Genertellife	Ri.Alto \$	343,9	-91,2	303,4	0,0	30,4	10,1	3,42%
Intesa Sanpaolo Vita	Isv Fondo Cresci Sicuro	338,5	4,8	320,6	0,2	16,3	1,4	3,69%
MEDVIDA Partners	MV Partners Guarantee	326,3	-81,6	310,0	1,9	0,6	13,7	1,13%
Genertel	Proteggio	315,0	-59,8	299,4	0,3	15,5	-0,2	2,29%
Reale Mutua Assicurazioni	Reale	280,4	27,0	247,8	0,0	7,7	24,9	3,46%
UniCredit Allianz Vita	Unicredit Cap	270,8	-48,0	267,2	0,0	3,2	0,4	1,52%
UniCredit Allianz Vita	2R Capital	268,2	-42,7	259,4	1,5	6,5	0,7	1,71%
ITAS Vita	Foriv	258,1	-5,2	258,1	0,0	0,0	0,0	2,85%
Banco BPM Vita	BPM Valore	218,1	-88,2	167,2	4,0	46,9	0,1	1,31%
Arca Vita	Oscar	149,8	-0,9	136,3	1,0	9,2	3,3	4,75%
Arca Vita	Oscar Due	139,9	4,9	128,3	2,9	8,4	0,2	4,50%
Genertellife	Futuro Plus	124,3	-8,0	120,1	0,0	3,0	1,3	4,94%
UnipolSai Assicurazioni	Concreta	101,4	-2,8	106,0	0,4	15,7	-20,7	4,03%
Genertellife	Glife Dominus	99,7	89,3	99,1	0,0	0,0	0,6	3,79%
Reale Mutua Assicurazioni	Previ Due Reale	75,8	-1,8	70,5	0,0	3,0	2,2	2,91%
Vera Vita	Gestione Futuro	69,6	-1,2	62,4	0,0	6,8	0,4	2,07%
Banco BPM Vita	BPM Gest	54,8	-2,8	50,4	4,4	0,0	0,0	1,01%
HDI Assicurazioni	HDI Fondo Pensione	39,0	2,0	37,3	0,0	0,0	1,7	2,71%
Intesa Sanpaolo Vita	Fondo Sicuro Più	28,3	0,3	4,7	0,0	23,4	0,2	3,22%
CNP UniCredit Vita	Cnp Capitalia Previdenziale	24,4	-3,1	18,6	0,0	5,8	0,0	1,71%
Helvetia Vita	Fondo SV	24,1	1,4	22,4	0,0	1,4	0,4	2,49%
MEDVIDA Partners	MV Partners Guarantee I	23,9	-12,1	22,6	0,2	0,1	1,1	1,29%
Generali Italia	Cattolica Previdenza Sicuro	22,5	3,8	21,9	0,4	0,0	0,2	2,59%
Intesa Sanpaolo Vita	Previnext Futuro Sicuro	20,1	0,6	19,9	0,0	0,0	0,2	2,57%
ITAS Vita	Fondo Forever Progetto Previdenza	16,3	4,6	14,8	1,5	0,0	0,0	5,14%
Alleanza Assicurazioni	AlleRendita	15,5	3,9	12,9	0,0	1,5	1,0	3,31%
Alleanza Assicurazioni	AlleCapital	12,1	0,1	0,2	0,0	11,4	0,5	2,88%
Banco BPM Vita	BPM GestPiu	9,3	-8,9	9,2	0,0	0,0	0,0	0,80%
Cronos Vita Assicurazioni	Previdenza	3,7	0,2	3,1	0,0	0,3	0,4	1,99%
Genertel	Europa	3,1	0,0	2,1	0,0	0,9	0,1	5,36%
UnipolSai Assicurazioni	Previdenza Vita Collettive	0,6	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	3,44%
Vera Vita	Integrazione Futuro	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,12%
Banco BPM Vita	BPM Gest USD	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,71%
Banco BPM Vita	BPM Gest Ecu	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,50%
Banco BPM Vita	BPM Gest Dem	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,45%

Dati in milioni di euro. Fonte: Mondolnstitutional.

CONSULENTIA 24

IL PIÙ GRANDE APPUNTAMENTO DEI CONSULENTI FINANZIARI

19,20,21
marzo
2024

ROMA

Auditorium
Parco della Musica

SAVE THE DATE



in collaborazione con

creative-farm.it

un evento ideato da

ANASF
ASSOCIAZIONE NAZIONALE CONSULENTI FINANZIARI

#consulentia

seguici su

www.consulentia.com



Sui Btp preferenza alle scadenze medio/lunghe, con diverse opportunità sugli Oicr obbligazionari

La risalita dei rendimenti ha fornito buone possibilità di diversificazione alle gestioni separate di Intesa Sanpaolo Vita, grazie alla loro elevata liquidità

di Luca Damiani e Stefano Gaspari

GLI INVESTIMENTI IN FONDI DELLE ASSICURAZIONI ITALIANE

	Ammontare investito
Fondi obbligazionari	31,2
Fondi multi asset	24,4
Fondi immobiliari	21,0
Fondi infrastrutturali	6,5
Fondi hedge	5,3
Fondi private equity	5,1
Fondi monetari	4,6
Fondi azionari	4,4
Altri fondi	2,8
Totale	105,3

Dati in miliardi di euro a fine giugno 2023.
Fonte: Eiopa Insurance Statistics.

Dal lato degli investimenti obbligazionari, sui governativi sono state sfruttate le opportunità offerte dai mercati per aumentare l'esposizione ai titoli di Stato spagnoli e francesi, preferendo inoltre le scadenze medio/lunghe su quelli italiani per il fatto che sul breve termine i rendimenti risultano più allineati a quelli degli altri Paesi dell'Eurozona. Guardando all'allocazione negli Oicr, nella componente degli strumenti liquidi è aumentato il peso dei prodotti obbligazionari focalizzati sui titoli finanziari, high yield e dei Paesi emergenti, mentre per quanto riguarda i fondi di private market anche lo scorso anno è proseguito il trend di aumento della diversificazione tra gestori, asset class e strategie, con una maggiore cautela rispetto al passato alla luce della dinamiche di raccolta e aumento dei riscatti. Sono queste le principali scelte operate da **Antonio Granito**, Responsabile Area Finanza di Intesa Sanpaolo Vita, che ha sottolineato l'importanza di mantenere un elevato livello di liquidità e liquidabilità degli asset per fronteggiare l'attuale contesto senza incorrere in importanti minusvalenze.

Nel 2023 le polizze Vita di Ramo I hanno realizzato il miglior dato di raccolta dal 2019, sebbene nell'anno appena concluso le Compagnie hanno dovuto fronteggiare un significativo aumento nei riscatti da parte degli assicurati. Quali scelte avete fatto per ottimizzare l'operatività nel bilanciare le entrate e le uscite dalle vostre gestioni separate?

L'aumento dei riscatti registrato nel 2023, in parte compensato da flussi di nuova raccolta, ha evidenziato ancora una volta l'importanza di poter disporre di un framework di Asset Liability Management (ALM) particolarmente robusto, anche in

scenari di stress, e di un forte presidio del rischio liquidità. Avendo storicamente privilegiato sia la liquidità che la liquidabilità degli asset, la nostra Compagnia si è trovata in una posizione ideale per cogliere le opportunità offerte dal significativo aumento delle curve dei rendimenti, oltre che per fronteggiare l'inevitabile aumento dei riscatti, evitando di subire gli impatti negativi derivanti dal realizzo di importanti minusvalenze.

Sulla base del campione di gestioni separate con chiusura dell'esercizio a settembre e ottobre, nel 2023 si dovrebbe invertire il trend calante delle performance, con il ritorno a un risultato in aumento rispetto al 2022. Vi aspettate finalmente l'inizio di una fase di miglioramento dei rendimenti nel corso dei prossimi anni?

È vero che oggi i mercati offrono opportunità di rendimento molto interessanti ma solo le gestioni separate molto liquide e/o che beneficiano di una raccolta netta positiva potranno avvantaggiarsi da questo scenario di mercato e quindi caratterizzarsi per un aumento dei rendimenti nel prossimo futuro.

Nel 2024 il mercato ritiene probabile che ci saranno i primi tagli dei tassi da parte della Bce. Come state gestendo l'esposizione ai titoli governativi italiani con scadenza a breve e a medio/lungo termine?

L'esposizione ai titoli governativi italiani rimane una parte importante dei nostri portafogli. I livelli di rendimento che esprimono rispetto agli altri governativi area euro, su base risk adjusted, risultano ancora piuttosto attraenti. Per questo motivo l'esposizione ai governativi italiani rimane significativa e vicina ai limiti di rischio definiti dalle politiche di investi-

mento. Per quel che riguarda le scadenze, per i titoli italiani preferiamo quelle medio/lunghe mentre sul breve termine i rendimenti risultano più allineati a quelli degli altri paesi dell'area euro, e quindi meno interessanti.

La risalita dei rendimenti nei titoli di Stato ha riguardato l'intera Eurozona, con i bond decennali di Germania, Francia e Spagna che hanno toccato picchi, rispettivamente, del 3%, 3,6% e 4,1%. Verso quali Paesi avete aumentato la diversificazione delle vostre gestioni separate?

La generalizzata risalita dei rendimenti dei titoli governativi ha offerto opportunità di diversificazione degli investimenti anche in termini geografici. A tal proposito le nostre preferenze per ciò che concerne i titoli dell'area euro, oltre all'Italia, sono andate verso Francia e Spagna.

Dove vedete le migliori opportunità sul segmento dei titoli societari? Su quali tipologie di corporate bond, invece, preferite non investire nell'attuale contesto di mercato?

Il nostro interesse per i titoli corporate si focalizza sugli emittenti finanziari, e fra questi, soprattutto sulle banche di migliore qualità, sia europee che americane. In generale la preferenza è per obbligazioni senior e solo tatticamente per quelle subordinate, che hanno vissuto un anno turbolento in seguito alla vicenda Credit Suisse, ma che per questo offrono ancora un buon livello di entrata e di rendimento atteso. Per le obbligazioni societarie di emittenti industriali siamo invece piuttosto cauti, non tanto in termini di rischio assoluto quanto per motivi valutativi; in questo caso consideriamo gli emittenti con migliore qualità creditizia.

Fino al 2021 la vostra Compagnia aveva incrementato ogni anno in modo graduale l'esposizione agli Oicr, riducendone poi lievemente il peso nel corso del 2022. Quali scelte avete operato nel corso del 2023? Che considerazioni state facendo per valutare nuovi investimenti tramite fondi di private market?

L'investimento in Oicr liquidi (non private) nel corso del 2023 è stato concentrato

soprattutto nei fondi obbligazionari finanziari, high yield e dei mercati emergenti, prevalentemente in classi a distribuzione e a cambio coperto. Nei mercati private, dove il market timing diventa meno rilevante nella scelta, continuiamo ad aumentare la diversificazione tra gestori, asset class e strategie, con una maggiore cautela rispetto al passato alla luce delle dinamiche di raccolta e aumento dei riscatti che ha richiesto una particolare attenzione al grado di liquidabilità degli investimenti e di liquidità desiderata sui portafogli.

Nel primo semestre del 2023 avete lanciato la nuova gestione separata con fondo utili denominata Fondo Base Performance. Quali sono stati i risultati in termini di raccolta/reddittività e come avete strutturato l'asset allocation? Grazie allo strumento del fondo utili pensate che l'industria assicurativa potrà soddisfare meglio le richieste degli assicurati nei prossimi anni?

La gestione separata Base Performance, lanciata verso la fine del primo trimestre del 2023 e aperta alla raccolta nel corso di tutto l'anno, è stata pensata proprio per sfruttare al meglio lo scenario caratterizzato da un livello dei tassi particolarmente elevati rispetto a quanto osservato nei mercati negli ultimi 13 anni. Ha quindi chiuso la raccolta con circa 6 miliardi di euro di AUM, con una redditività attuale e prospettica piuttosto attraente. I movimenti di mercato cui abbiamo assistito nel corso dell'anno hanno permesso di strutturare un'asset allocation diversificata, equilibrata e non particolarmente aggressiva in termini di rischio. La presenza del fondo utili lascia al gestore maggiore flessibilità nella gestione degli attivi: ad esempio in caso di forte discesa dei tassi o restringimento degli spread di credito in alcuni settori, sarà possibile movimentare il portafoglio, modificando il profilo di duration o l'asset allocation senza disperdere la redditività acquisita, mantenendola costante nel corso della vita della gestione stessa. Riteniamo pertanto che sia uno strumento molto utile per l'industria assicurativa, in grado di contribuire positivamente ad una gestione più efficiente dei portafogli.

Il contesto attuale di incertezza richiede un'attenta gestione del cash flow matching

Per ITAS Assicurazioni vanno preferiti i Btp ai corporate bond, mentre gli Oicr monetari si sono rivelati utili nella gestione dei riscatti e sono oggi un valido strumento tattico

di Luca Damiani e Stefano Gaspari

LA NUOVA PRODUZIONE INDIVIDUALE VITA PER RAMO DI ATTIVITÀ

	Raccolta premi (nov-23)	Var. % 2023/2022 (nov-23)
Vita (ramo I)	50.402,9	12,9%
Unit linked (ramo III)	13.683,5	-38,3%
Malattia (ramo IV)	67,3	40,6%
Capitalizzazioni (ramo V)	294,3	-33,8%
Fondi pensione aperti (ramo VI)	133,4	7,2%
Totale	64.581,4	-4,3%

Dati in milioni di euro a fine novembre 2023.
Fonte: Ania.

Lo scorso anno le Compagnie hanno dovuto affrontare un contesto particolarmente impegnativo, caratterizzato dall'aumento dei riscatti nei prodotti assicurativi collegati a una gestione separata e dalla forte volatilità sul mercato obbligazionario, rendendo così di primaria importanza un'attenta gestione del cash flow matching senza impattare negativamente sull'asset allocation strategica. Per analizzare le scelte operate nel 2023 e guardare alle prospettive per il 2024, Mondolnstitutional ha intervistato **Ettore Turrina**, Direttore Finanza di ITAS Assicurazioni, che ha spiegato di essere tornato a incrementare la quota nei titoli governativi italiani a discapito dei corporate.

Nel 2023 si è assistito a un aumento dei riscatti nelle polizze Vita di Ramo I, compensato però dal dato di raccolta migliore dell'ultimo quadriennio. Quali sono state le principali difficoltà che avete affrontato lo scorso anno nell'operatività delle vostre gestioni separate?

Anche noi, come il resto del mercato, abbiamo registrato nel 2023 un significativo incremento dei riscatti rispetto agli anni precedenti. Siamo ancora lontani dai livelli che erano stati raggiunti durante la crisi del debito sovrano italiano del biennio 2011/2012, ma registriamo una dinamica piuttosto costante, da marzo dello scorso anno. Dal punto di vista della nuova produzione, a differenza di altre Compagnie, non abbiamo avuto una crescita significativa della raccolta, a causa prevalentemente della natura tradizionale della nostra rete distributiva basata sul canale agenziale che storicamente è meno dinamico sui prodotti finanziari. Per questa ragione abbiamo adottato un approccio molto prudente nella gestione degli attivi finanziari. Alla fine del 2022, in vista di un incremento dei tassi, ave-

vamo posizionato una quota significativa in strumenti monetari e questo, congiuntamente ad un'attenta gestione del cash flow matching ci ha consentito di gestire la dinamica dei riscatti senza particolari problemi e senza dover realizzare minusvalenze sulle gestioni.

Nonostante la forte concorrenza rappresentata dai rendimenti dei titoli di Stato italiani, dai primi rendiconti pubblicati dalle gestioni separate risulta un trend di miglioramento delle performance realizzate. Siete ottimisti sul ritorno a una buona redditività delle polizze Vita rivalutabili nei prossimi anni?

Nel nostro caso specifico, i rendimenti del 2023 risulteranno abbastanza stabili rispetto all'anno precedente, proprio per questo disallineamento tra raccolta e riscatti, ma confidiamo in una ripresa graduale nei prossimi anni. Questo fenomeno si è sempre registrato in passato con il rendimento delle gestioni separate che si adegua lentamente al nuovo livello dei tassi di mercato, sia in fasi rialziste che ribassiste. Questo ha consentito alle gestioni separate di garantire ai sottoscrittori ritorni positivi anche in esercizi con tassi in territorio negativo. Significativa la situazione vissuta nel 2022 quando la gestione separata è stata, oggettivamente, l'unico rifugio sicuro per i risparmiatori italiani. Questo lento allineamento ai tassi genera d'altro lato una sotto performance attuale rispetto ai comparabili che porta con sé un concomitante aumento dei riscatti. Negli ultimi anni si è un po' perso il senso dello strumento finanziario assicurativo che è stato utilizzato in modo improprio come investimento tattico e non come prodotto di gestione del risparmio. In generale credo che, con la stabilizzazione dei tassi, i risparmiatori torneranno ad apprezzare le

caratteristiche uniche delle gestioni separate.

Nell'ultimo trimestre del 2023 il rendimento dei Btp decennali è stato piuttosto volatile, salendo prima dal 4% al 5% per poi calare velocemente al 3,5%. Credete che anche nel 2024 la volatilità sul mercato obbligazionario si manterrà su livelli elevati?

Se il 2022 era stato l'anno del grande rialzo dei tassi, il 2023 è stato sicuramente caratterizzato da grande volatilità. Come più volte ribadito dalla Bce, risulta complesso fare previsioni sulla tempistica e l'intensità di eventuali tagli dei tassi, ma l'impressione è che il picco dei rialzi sia stato raggiunto ed ora sia necessario un periodo di stabilizzazione. Non ci attendiamo un superamento del 5% del rendimento del decennale italiano in assenza di tensioni politiche o macroeconomiche particolari. È altresì difficile prevedere un rapido ritorno a livelli più contenuti, mentre risulta più ragionevole attendersi un andamento volatile ma con una magnitudine inferiore. Possiamo immaginare un range tra il 3 ed il 4% come territorio prevalente per il titolo decennale italiano, con picchi crescenti nel caso di tensioni politiche o di pubblicazione di dati macroeconomici contrastanti. Per quanto riguarda l'Italia sarà da osservare anche l'accoglienza del mercato alle prime aste dell'anno che potranno fornire qualche indicazione importante. Fenomeni esogeni come le tensioni in Medio Oriente e nello Yemen andranno valutati in base alla loro durata.

All'interno delle vostre gestioni separate, quali scelte state operando sia dal lato dei titoli governativi che di quelli societari?

Come detto nel 2023 l'attività è stata volta alla gestione dei riscatti senza alterare l'asset allocation strategica e, soprattutto, senza penalizzare il rendimento. Vista la particolare situazione sono stati sospesi gli investimenti in attivi illiquidi, come i fondi chiusi, privilegiando asset caratterizzati da maggiore liquidabilità. È stata posta molta attenzione al cash flow matching per evitare tensioni di liquidità. Parlando dei mercati liquidi stiamo tornando a investire in governativi italiani dopo aver attuato una strategia di graduale contrazione dell'esposizione negli

ultimi quattro anni, mentre stiamo riducendo l'esposizione verso emittenti corporate. Questa rotazione è ovviamente figlia delle diverse condizioni sui tassi, che consentono di ottenere rendimenti interessanti senza incrementare il profilo di rischio e mantenendo un'alta liquidabilità del portafoglio. Per quel che riguarda l'esposizione verso il debito pubblico italiano, pensiamo di non superare comunque la soglia del 35% al fine di mantenere una diversificazione adeguata.

Considerato il contesto particolarmente difficile, nel corso del 2022 avete incrementato l'allocazione negli Oicr monetari. Avete mantenuto tali investimenti anche durante il 2023 o li avete liquidati per sfruttare nuove opportunità di mercato?

La quota allocata su strumenti monetari nel corso del 2022 è risultata fondamentale nella gestione delle dinamiche dei riscatti durante l'anno scorso. Inoltre, a seguito del rialzo dei tassi d'interesse e del conseguente appiattimento delle curve, gli Oicr monetari hanno iniziato a rappresentare anche un interessante strumento di gestione tattica, con un rendimento piuttosto elevato che consente di allocare in modo prudente gli attivi in momenti specifici senza penalizzare il rendimento delle gestioni separate. Per questa ragione manteniamo ancora una piccola percentuale di portafoglio su questa tipologia di attivo in attesa della normalizzazione della situazione sui tassi.

La risalita dei rendimenti obbligazionari pone certamente una sfida all'attrattività dell'allocazione nei private market. Quali tipologie di FIA ritenete più interessanti e quali lo sono meno in questo nuovo contesto?

I private market stanno certamente vivendo una situazione complessa. La risalita dei rendimenti obbligazionari sulle emissioni pubbliche, congiuntamente alla severa dinamica sui riscatti, ha fatto calare l'interesse verso i private market da parte delle Compagnie. La contrazione dello spread di rendimento tra investimenti privati e pubblici ha reso meno attrattivo il premio al rischio offerto dai primi a favore in particolare delle emissioni governative che per le Compagnie hanno anche un beneficio in termini di assorbimento di capitale. In generale i private market man-

tengono delle caratteristiche che possono aiutare a incrementare la diversificazione di portafoglio, ma sarà necessario un periodo di normalizzazione dei tassi per tornare a guardare con maggiore interesse questa tipologia di investimento. Come anticipato, dato il difficile contesto, abbiamo temporaneamente sospeso gli investimenti in fondi chiusi ma, allo stesso tempo, continuiamo a osservare il mercato, con particolare attenzione ai fondi di equity infrastrutturale e di private debt, che per loro natura si inseriscono meglio in un portafoglio assicurativo.

Nel 2018 siete stati tra le prime Compagnie a lanciare una gestione separata con fondo utili. Qual è il bilancio di questi cinque anni di attività? Ritenete che questa soluzione d'investimento potrebbe essere oggi di particolare interesse?

Come avevo già dichiarato nel 2018, l'istituto del fondo utili sarebbe stato fondamentale nel 2014 per gestire con ordine le significative plusvalenze presenti allora sui portafogli delle gestioni separate. Purtroppo le tempistiche sono state diverse e il Regolamento è giunto quando il contesto finanziario era mutato drasticamente. Questo non significa che non abbia avuto utilità, ma sicuramente potrà esprimersi al meglio negli anni di calo dei tassi che vivremo nei prossimi cicli. Attualmente stiamo utilizzando quanto accantonato nel fondo utili per sostenere il rendimento di una gestione che ha raccolto la maggior parte del proprio capitale in un contesto di tassi molto contenuti e restituisce oggi un rendimento distante rispetto alle condizioni di mercato. Data l'aspettativa di un rialzo dei tassi e la consapevolezza di questa problematica, è stata attuata una gestione finanziaria molto dinamica con l'intento di accantonare più utili possibili da utilizzare negli anni successivi. Questo ci sta consentendo di sostenere il rendimento in questo momento di forte tensione e di riposizionarci gradualmente sui nuovi livelli di tasso. L'istituto del fondo utili può invece risultare molto efficiente per una gestione di nuova creazione, che potrà beneficiare di un trend ribassista o laterale sui tassi. In questo contesto la gestione tattica delle posizioni ed il realizzo di plusvalenze garantirebbe un buffer da redistribuire negli esercizi successivi.

Nel 2024 arrivano a scadenza oltre 18 miliardi di euro di mandati dei Fondi pensione

Si tratta di 109 convenzioni considerando Fondi negoziali e preesistenti, che lo scorso anno avevano già siglato 120 nuovi accordi per 23,6 miliardi

di **Barbara Radaelli**

I MANDATI IN SCADENZA NEL 2024 DEI FONDI PENSIONE NEGOZIALI

Azionario

Numero	6
Patrimonio	1,4 mld di euro

Obbligazionario

Numero	20
Patrimonio	5,2 mld di euro

Bilanciato / Multi asset

Numero	37
Patrimonio	7,02 mld di euro

Risk Overlay

Numero	1
Patrimonio	12 mln di euro

Monetario

Numero	1
Patrimonio	115 mln di euro

Dati riferiti ai mandati in scadenza nel 2024 per i Fondi pensione negoziali. Patrimoni stimati. Fonte: MondolInstitutional

I MANDATI IN SCADENZA NEL 2024 DEI FONDI PENSIONE PREESISTENTI

Azionario

Numero	5
Patrimonio	386 mln di euro

Obbligazionario

Numero	17
Patrimonio	1,2 mld di euro

Bilanciato

Numero	21
Patrimonio	2,3 mld di euro

Assicurativo

Numero	1
Patrimonio	218 mln di euro

Dati riferiti ai mandati in scadenza nel 2024 per i Fondi pensione preesistenti. Patrimoni stimati. Fonte: MondolInstitutional

Il 2024 è iniziato da poco e si appresta ad essere un anno caldo dal punto di vista dei mandati dei Fondi pensione negoziali e preesistenti. Numeri alla mano, nel 2024 per i Fondi negoziali saranno 65 i mandati in scadenza per un totale complessivo di 13,8 miliardi di euro, mentre, per i Fondi preesistenti si contano 44 mandati in scadenza per un corrispettivo di 4,2 miliardi di euro (*vedi tabella a spalla*). Per entrambe le tipologie di fondi, la maggior parte dei mandati in cerca di gestore sono di tipo obbligazionario e bilanciato. Nel 2023 sono state siglate per i Fondi pensione negoziali 90 convenzioni di gestione con asset che ammontano a 21,1 miliardi di euro, di cui per 50 accordi si tratta di una conferma dei gestori esistenti, mentre per 40 si tratta dell'assegnazione di nuove convenzioni. Per quanto riguarda i Fondi pensione preesistenti sono stati aggiudicati 30 mandati per un totale di 2,5 miliardi di euro, di cui 12 rinnovi e 18 nuove assegnazioni. Sono questi i principali dati che emergono dall'analisi delle informazioni contenute nel database di MondolInstitutional e rielaborate dall'Ufficio Studi di MondolInvestor per dare un quadro della situazione e per sondare il terreno tra i gestori attivi nei diversi segmenti coinvolti dai cambiamenti.

I mandati assegnati nel 2023 e da attribuire nel 2024

Guardando ai mandati che sono stati attribuiti nel 2023, l'Ufficio Studi di MondolInvestor ha contato 90 convenzioni di gestione, per un totale di asset pari a circa 21,1 miliardi di euro, per quanto riguarda i Fondi negoziali e 30 convenzioni, con asset pari a 2,5 miliardi di euro, per i Fondi preesistenti. Sono state tenute in considerazione tutte le convenzioni siglate nel corso dell'anno includendo alcuni man-

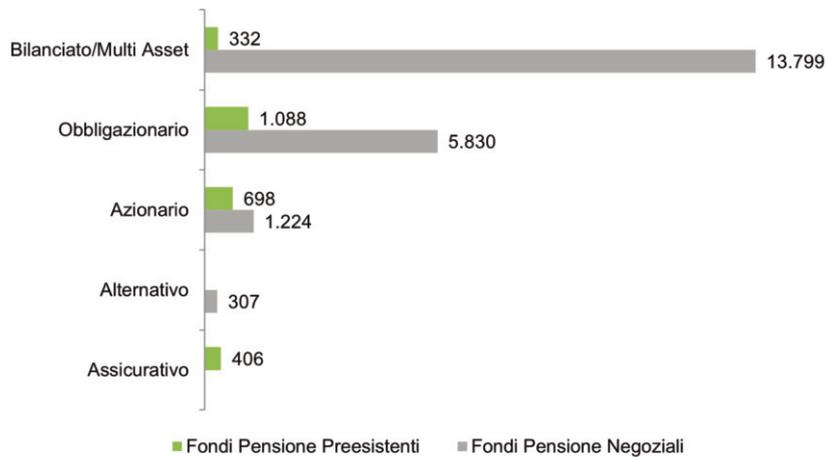
dati attribuiti e poi avviati concretamente il 1° gennaio 2023. Nell'anno appena concluso, per i Fondi pensione negoziali le convenzioni più siglate sono state quelle di tipo bilanciato e multi asset, con asset pari a 13,7 miliardi di euro per un totale di 38 mandati, mentre quelle sull'obbligazionario si sono fermate a 30 nel numero con un controvalore di 5,8 miliardi di euro. Molto più staccati sia i mandati azionari (1,2 miliardi di euro) e quelli alternativi (307 milioni di euro, *vedi grafico 1 pag. 21*).

Invece, tra i Fondi pensione preesistenti gli obbligazionari vantano il maggior numero di convenzioni siglate (14) con asset in gestione pari a circa 1,1 miliardi di euro, seguiti dagli azionari (698 milioni di euro); le convenzioni di tipo assicurativo contano risorse pari a 406 milioni di euro e i bilanciati con 332 milioni di euro (*vedi grafico 2 pag. 22*).

Nel 2024 prevarranno i mandati bilanciati ed obbligazionari per entrambe le tipologie di Fondi pensione. Nello specifico, per i Fondi negoziali, dei 13,8 miliardi di euro in scadenza, 6,8 miliardi di euro sono riferiti ai mandati bilanciati, seguita dalla tipologia degli obbligazionari (5,2 miliardi) e dagli azionari (1,4 miliardi di euro), con le restanti risorse che si riferiscono a quelli multi asset (220 milioni) e sul mercato monetario (115 milioni).

I Fondi preesistenti, invece, contano risorse in scadenza pari a 4,2 miliardi di euro, dove quelle maggiori sono allocate nei mandati bilanciati che vedono un ammontare in scadenza pari a 2,3 miliardi di euro, seguiti da obbligazionari (1,2 miliardi), azionari (386 milioni) e dai mandati di tipo assicurativo con 218 milioni di euro. È utile precisare che questi dati sui mandati in scadenza nel 2023 non tengono in considerazione delle possibili scelte di variazione dell'asset allocation

L'AMMONTARE DEI MANDATI ATTRIBUITI DAI FONDI PENSIONE NEL 2023



Dati stimati in milioni di euro, riferiti ai mandati avviati a partire dal 01/01/2023.
Fonte: MondoInstitutional.

grafico 1

dei Fondi pensione, che potrebbero modificare la tipologia di convenzione da stipulare.

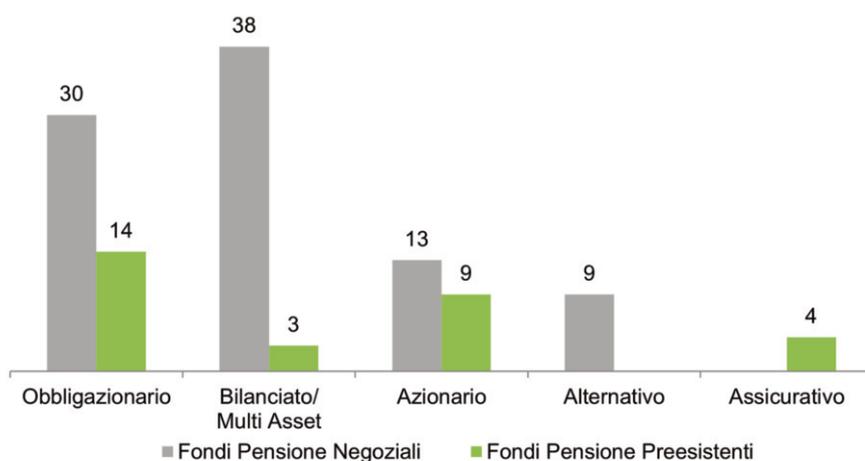
Mandati obbligazionari: ritorno al governativo e alla qualità IG

Il contesto attuale dei tassi di interesse e la volatilità registrata nell'ultimo anno e mezzo stanno influenzando la gestione dei mandati obbligazionari e, per quanto riguarda le scelte che i Fondi pensione sono chiamati a sostenere nel prossimo futuro, **Gianluca Bergamaschi**, Head of Fixed Income Mandates di Generali Asset Management, conferma che "il contesto del mercato obbligazionario è radicalmente cambiato nel corso degli ultimi anni. Siamo passati da un mondo di tassi bassi e calanti dove gli investimenti obbligazionari erano indirizzati ad aumentare la redditività anche a scapito della liquidità e del rischio di credito del portafoglio, all'attuale situazione dove anche i titoli a basso rischio offrono agli investitori istituzionali rendimenti storicamente attraenti. Dopo il deciso rialzo dei tassi di mercato e la relativa sottoperformance degli ultimi anni", continua lo specialista di Generali, "i titoli governativi ritornano inoltre ad essere una copertura efficace rispetto a un portafoglio di asset più rischiosi. In questo senso, abbiamo visto una generale tendenza a diminuire nell'asset allocation strategica dei Fondi pensione, le componenti più rischiose dell'universo investibile (in particolare il credito high yield e l'area

Emerging markets) per favorire la componente governativa e il credito investment grade. L'aumentata volatilità dei mercati obbligazionari ha senz'altro influenzato anche lo stile di gestione richiesto dai Fondi pensione. In generale abbiamo visto una maggiore predilezione per i mandati con obiettivo di ritorno assoluto rispetto alle tradizionali gestioni a benchmark. I fondi gestiti in ottica total return, infatti, dato l'approccio flessibile in termini sia di allocazione, sia di esposizione alla duration, sono stati maggiormente in grado di cogliere i cambiamenti nella dinamica dei mercati obbligazionari. Vediamo inoltre un ritrovato interesse per lo stile di gestione attivo, bilanciato però da un attento monitoraggio dei rischi del portafoglio", conclude Bergamaschi.

"Con il ritorno dei rendimenti sui mercati obbligazionari nel corso dell'ultimo anno, stiamo anche assistendo ad un rinnovato interesse degli investitori istituzionali per questa asset class", concorda **Massimiliano Maxia**, Senior Fixed Income Product Specialist di Allianz Global Investors (AllianzGI). "In primo luogo", spiega l'esperto, "per approfittare di livelli di rendimento che non si vedevano da anni; in secondo luogo, anche per costruire un'asset allocation strategica che sia più coerente con il contesto di mercato nel suo complesso. Potremmo vedere una maggiore preferenza per mandati obbligazionari comunque caratterizzati da gestione attiva, con un focus più orientato sulla componente governativa e quella corporate di qualità elevata, dati appunto gli alti livelli di rendimento raggiunti, con la componente high yield e quella dei mercati emergenti più satellitari". Scendendo più nel dettaglio, parlando di allocazione obbligazionaria dei portafogli dei Fondi pensione italiani, **Elisa Ori**, Head of Sales Italy di BNP Paribas AM, sottolinea che questo tipo di allocazione "è generalmente piuttosto elevata e le linee guida dei mandati sono molto ampie, consentendo al gestore delegato di portafoglio di muovere correttamente il portafoglio in termini di duration, esposizione creditizia, ecc. in funzione delle condizioni di mercato e delle conseguenti view, utilizzando i margini di tracking error. È anche giusto dire", continua l'esperta di BNP Paribas AM, "che normalmente le revisioni del-

IL NUMERO DEI MANDATI ATTRIBUITI DAI FONDI PENSIONE NEL 2023



Dati riferiti ai mandati avviati a partire dal 01/1/2023. Fonte: MondolInstitutional

grafico 2

l'asset allocation strategica vengono effettuate verso la fine di ogni anno, per essere implementate all'inizio del nuovo anno; dovremmo quindi essere in grado di vedere possibili movimenti importanti nell'allocazione dei portafogli nel 2024. In altri Paesi europei, al contrario, abbiamo assistito a partire dalla fine del 2022 a un aumento della duration dei portafogli dei fondi pensione con variazioni anche dei benchmark". Nel 2024 si ipotizza che le Banche Centrali inizieranno a diminuire i tassi di interesse, in vista anche di un rallentamento dell'economia globale oltre che dell'inflazione. L'esperta di BNP Paribas AM ha poi analizzato il posizionamento ottimale dell'asset allocation per i mandati obbligazionari affidati dai Fondi pensione: "Ci aspettiamo che nel 2024 la Fed e la Bce riducano i tassi. L'inflazione sta rallentando e continuerà a rallentare su entrambe le sponde dell'Atlantico. La crescita europea è vicina allo zero e flirterà con la recessione per tutto l'anno. Date le nostre aspettative, il tasso dei Bund a 10 anni, intorno al 2/2,15%, ha senso per noi e ci porta ad avere una visione positiva a lungo termine dei tassi. Detto questo, i mercati hanno anticipato un po' i tempi con una contrazione troppo rapida dei tassi alla fine dell'anno: i rendimenti Usa a 10 anni sono scesi sotto il 4%, i Bund a 10 anni sono scesi sotto l'1,9%. Questi livelli, seppure non distanti dalle nostre previsioni a lungo termine, non appaiono

sicuramente coerenti con l'enorme offerta di titoli prevista per il 2024". "In effetti", continua Elisa Ori, "gennaio di solito è un mese forte per le emissioni primarie, ma quest'anno potrebbe essere ancora più importante con emissioni provenienti da diversi settori: Governi, agenzie, banche, ecc. Per quanto riguarda la duration, abbiamo una posizione tattica corta concentrata principalmente sulle scadenze a 5 anni. Infatti, i tassi a 5 anni si collocano vicino alla parte più bassa delle curve swap in euro e nei Treasury statunitensi, inoltre scontano un po' troppi tagli da parte delle Banche Centrali (circa sei entro la fine del 2024). Preferiamo la duration dell'euro rispetto al dollaro, data la situazione peggiore del continente europeo dal punto di vista economico, mentre i mercati scontano più o meno lo stesso numero di tagli su entrambe le sponde dell'oceano per il 2024. A livello settoriale, abbiamo ridotto il peso delle obbligazioni societarie, principalmente la parte high yield, date le deboli aspettative di crescita e i tassi ancora molto più elevati rispetto alle cedole esistenti, con conseguenti rischi di rifinanziamento. Nel complesso", conclude l'Head of Sales Italy di BNP Paribas AM, "quest'anno inizierà il ciclo di tagli dei tassi d'interesse delle Banche Centrali, l'inversione della curva dei rendimenti potrebbe ribaltarsi (ma si noti che è già nei prezzi di mercato) e la volatilità sui tassi potrebbe rimanere elevata". "Siamo entrati in questo 2024 con rendimenti ancora attraenti dal punto di vista storico, specie se confrontati con quelli del 2022, quando i tassi reali erano ancora ai minimi degli ultimi anni", concorda Bergamaschi, che aggiunge: "In Europa e negli Stati Uniti, la fase finale del ciclo di rialzi dei tassi è verosimilmente alle spalle e l'inflazione ha già passato il suo picco. Le politiche monetarie della Fed americana e della Bce continueranno ad essere fortemente influenzate dai prossimi dati economici, specie a seguito dei recenti numeri molto solidi sul mercato del lavoro americano che hanno allontanato i timori di una recessione imminente". Lo specialista di Generali AM prosegue poi: "La volatilità sui tassi di interesse di mercato rimarrà elevata nel breve periodo ma ci aspettiamo rendi-

menti positivi per l'anno in corso e siamo assolutamente costruttivi sul mercato obbligazionario nel medio periodo. In questa fase della politica monetaria ci aspettiamo inoltre un irrigidimento della curva dei rendimenti e continuiamo a preferire l'esposizione al tratto intermedio. Rimaniamo positivi, seppure con un approccio selettivo, sul mercato dei corporate bond che continua ad essere supportato anche da fattori tecnici. Riteniamo che agli attuali livelli di spread ci sia ancora spazio per un restringimento, specie sui titoli investment grade. Giudichiamo invece meno attraenti le valutazioni delle obbligazioni high yield", conclude Bergamaschi. Entrando nello specifico delle scelte effettuate, Maxia rivela che "nei mandati attualmente in nostra gestione, in linea generale stiamo gradualmente aumentando la duration totale dei portafogli, in vista del possibile cambiamento di politica monetaria da parte delle principali Banche Centrali, che comunque potrebbe avvenire un po' più in avanti nel tempo rispetto a quanto in questo momento i mercati stiano prezando. Siamo convinti che una gestione attiva della duration, del posizionamento sulla curva dei rendimenti e dell'esposizione settoriale, da intendere tra la componente governativa e quella corporate, saranno i principali fattori di performance per il 2024. Nell'ambito dei mandati obbligazionari più flessibili", conclude l'esperto di AllianzGI, "stiamo per il momento mantenendo anche delle strutture a protezione dei portafogli, al fine di ridurre la volatilità e creare quindi dei profili di rischio/rendimento asimmetrici".

Mandati azionari: tra ribassi e attese vince la ciclicità

In uno scenario di politica monetaria restrittiva, inflazione persistente e dati economici contrastanti, i mercati azionari hanno ottenuto risultati migliori del previsto per gran parte del 2023, però la fragilità globale e l'aumento dell'incertezza richiederanno un atteggiamento più selettivo nella selezione dei titoli. **Patrizia Noè**, responsabile di Institutional Client Coverage Italia per AM del gruppo UBS, espone quali sono i principali rischi ed opportunità nell'ambito della gestione dei mandati di tipo azionario per conto dei

Fondi Pensione, partendo dal presupposto che "nel 2023, i mercati finanziari hanno segnato un notevole rimbalzo, recuperando le perdite del 2022. La dinamica positiva è stata trainata dal rientro delle pressioni inflazionistiche, dalla robustezza dell'economia statunitense e dall'entusiasmo per l'intelligenza artificiale e i farmaci GLP1 contro l'obesità. Tuttavia, il crollo della Silicon Valley Bank, le tensioni in Medio Oriente e la debolezza della Cina hanno contribuito a una notevole volatilità".

Però l'economia statunitense continua a dimostrare una forte resilienza, con stime di crescita che ne riflettono la forza rispetto al resto del mondo: "I principali rischi di scenario", spiega la specialista di UBS AM, "sono legati alle condizioni cicliche, cioè a un repentino rallentamento dell'economia e un aumento delle probabilità di recessione, che potrebbero interrompere ed invertire la tendenza rialzista dei mercati. Questo rischio secondo noi rimane basso (20% probabilità), mentre riteniamo più probabile che il trend continui verso un soft landing (60% probabilità). In quest'ultimo scenario, la Federal Reserve potrebbe abbassare i tassi, attualmente considerati troppo alti rispetto all'inflazione tendenziale. Le nostre previsioni indicano un taglio di 25 punti base in estate, seguito da altri tre nella seconda metà dell'anno, totalizzando 100 punti base: ciò potrebbe alimentare il rally azionario, sostenuto dai fondamentali del settore privato. In quest'ottica", conclude Noè, "prediligiamo settori sottovalutati come titoli finanziari, infrastrutture, rinnovabili e consumi discrezionali. Data la significativa dispersione di rendimenti tra settori ed emittenti, una selezione accurata delle azioni resta essenziale per creare un alpha stabile sia nel breve che nel medio/lungo termine". Nel 2023 l'andamento dei mercati azionari è stato dominato dalle cosiddette magnifiche sette società americane che, per le loro dimensioni, sono state alla base della quasi totalità del rialzo borsistico fino a dopo l'estate.

Grazia Pistone, Responsabile team di gestione mandati Istituzionali di ANIMA Sgr, spiega che "nell'ultimo trimestre abbiamo assistito, grazie alla conferma della fine del ciclo di rialzo dei tassi da

parte della Fed, ad un allargamento di questo rialzo ad altri settori e aree geografiche con l'eccezione di quello cinese. Il 2024 si apre con uno scenario macroeconomico che fa intravedere la luce oltre le nuvole nere di una recessione che negli Usa dovrebbe rimanere lontana e allontanarsi definitivamente nel corso dei prossimi trimestri. In questo contesto ci aspettiamo un posizionamento meno concentrato da parte degli investitori, che come, nel finale del 2023, consenta di diversificare le opportunità da cogliere". Per quanto riguarda le prossime mosse, tuttavia, Pistone non ha dubbi: "La scelta dei titoli sarà in ogni caso rivolta verso la ricerca di qualità, in quanto, almeno nella prima fase dell'anno, la crescita economica si presenta in rallentamento negli Usa e anemica in Europa. Nella seconda parte dell'anno, e soprattutto dopo le elezioni americane, si potranno invece aggiungere ai portafogli scelte più dinamiche, con un potenziale focus anche sul value". Il ruolo delle componenti ESG all'interno della gestione sta prendendo sempre più piede, ma per quanto riguarda i Fondi pensione la specialista di UBS AM evidenzia che "il processo di selezione dei titoli è caratterizzato da uno screening dettagliato degli aspetti di rischio e di rendimento finanziario, integrati dai criteri di sostenibilità nell'analisi fondamentale delle aziende in cui investiamo. In particolare, ci concentriamo su aspetti rilevanti per i Fondi pensione italiani, garantendo che le aziende selezionate rispettino normative e standard locali in materia di sostenibilità. Riteniamo che l'analisi dei fattori ESG possa individuare rischi off balance sheet delle società e possa quindi offrire un'analisi più completa dei rischi idiosincrici dei singoli titoli. Riconoscendo che le aziende meno virtuose possono essere esposte a rischi esogeni, il nostro processo di selezione mira a ridurre la rischiosità e la volatilità del portafoglio nel medio periodo, in linea con il profilo d'investimento dei Fondi pensione italiani". "Il gestore azionario in ANIMA", puntualizza Pistone, "integra i criteri previsti dalla policy ESG aziendale, arricchiti da eventuali ulteriori criteri richiesti dal cliente. Se da una parte questo restringe l'universo investibile (ad esempio escludendo i settori del tabacco

e degli armamenti), creando dei potenziali scostamenti verso l'indice di mercato a causa di dinamiche di breve periodo, nel lungo termine riteniamo che la maggioranza dei flussi di investimento continuerà a privilegiare e premiare quelle società che si impegnano a perseguire un miglioramento dei propri punteggi ESG. Il ruolo del gestore è quello di coniugare in modo efficace ricerca di profittabilità finanziaria e integrazione dei criteri ESG".

Mandati bilanciati: il ruolo di volatilità e correlazione

Il 2024 è iniziato da poco ma ha una agenda fitta di impegni e probabili eventi a cui assistere a cominciare dalla riduzione dei tassi da parte delle Banche Centrali, soft landing, elezioni (America, Europa, Uk e Taiwan) e nuove tensioni dal punto di vista geopolitico. Impostare per tempo una buona allocazione di portafoglio all'interno dei mandati bilanciati per conto dei Fondi pensione è fondamentale. Guardando alle prospettive per i prossimi mesi, **Guido Bridelli**, Head of Institutional Client Business Italy di BlackRock, mette in evidenza come lo scenario di base secondo la società rimane quello di un soft landing globale: "Uno dei rischi potrebbe essere rappresentato dall'aver tassi reali elevati a lungo, con Banche Centrali restrittive per molto tempo: in un simile contesto di risk off, l'azionario potrebbe apparire come l'asset class più colpita, mentre il reddito fisso dovrebbe tornare al suo ruolo di naturale diversificatore". Tenendo in considerazione le aspettative circa i potenziali tagli dei tassi all'orizzonte e il contesto di incertezza, il gestore di BlackRock aggiunge che "continuiamo ad impostare i portafogli in modo da essere il più possibile dinamici nell'identificare alpha in un regime di grande dispersione dei rendimenti. Lo facciamo anche attraverso strumenti efficienti come gli Etf. Per gli investitori di lungo termine, come i Fondi pensione, resta fondamentale tener conto dei cambiamenti strutturali, oltre che dei driver decorrelati dai macro cicli di mercato. A tal proposito", conclude Bridelli, "ricordiamo le cinque mega forze che il nostro BlackRock Investment Institute ha individuato: intelligenza artificiale, frammentazione geopolitica, divergenza demogra-

fica, futuro della finanza, transizione verso basse emissioni di carbonio".

Alla luce del probabile rallentamento dell'economia a livello globale e delle crescenti tensioni geopolitiche **Simone Ori**, Head of Institutional Clients di Amundi Sgr, afferma che "all'inizio dell'anno abbiamo sposato un'asset allocation piuttosto prudente, concentrandoci sulla qualità nelle scelte di picking. Nel corso dell'anno, in un contesto di probabile aumento della volatilità del mercato azionario (Vix Index ora ai minimi degli ultimi decenni) ed una possibile inversione della correlazione obbligazioni/azioni (ora in territorio decisamente positivo) è verosimile aspettarsi un progressivo aumento degli asset rischiosi in portafoglio (sia per la componente azionaria che obbligazionaria corporate). Sarà decisivo quindi", conclude il gestore di Amundi, "mantenere uno stile di gestione attivo per sfruttare eventuali debolezze sia del mercato azionario (o di qualche suo settore) che di quello obbligazionario (aumento progressivo della duration e dell'esposizione corporate rispetto ai governativi)". Secondo **Kyra Tilquin**, Gestore Portafogli Bilanciati AXA IM Core di AXA IM, per il 2024 si preannuncia "un'attività economica modesta su entrambe le sponde dell'Atlantico con gli Stati Uniti che eviteranno una vera e propria recessione. Prevediamo che l'inflazione headline e core continuerà a diminuire in parte grazie agli effetti base dei prezzi dell'energia. Il recente calo dei prezzi del petrolio sarà di supporto ma la disinflazione deriverà essenzialmente dalla disinflazione importata dalla Cina, che rimane la fabbrica del mondo, dall'impatto sulla domanda del passato inasprimento delle condizioni finanziarie e dal continuo rallentamento del mercato del lavoro. In questo contesto", continua la specialista di AXA IM, "sia le obbligazioni che le azioni dovrebbero fornire rendimenti positivi in cui i portafogli multi asset storicamente offrono il miglior profilo rischio/rendimento (in termini di Sharpe ratio e di rendimento dell'investimento diviso per la volatilità). Tuttavia di recente abbiamo ridotto sia la duration che il rischio azionario nei nostri portafogli poiché l'insolita velocità e l'ampiezza del movimento dei prezzi nel Q3 del 2023 espone i mercati

al rischio di un consolidamento tecnico, pertanto riteniamo che ci saranno livelli migliori per aggiungere del rischio". La volatilità dell'asset class obbligazionaria e l'andamento della correlazione con l'azionario piuttosto altalenante, ha influenzato la gestione dei mandati bilanciati/multi asset. "L'elevata volatilità del mercato obbligazionario dell'ultimo anno e mezzo", interviene Simone Ori, "è stata guidata da un'inflazione molto alta ed una conseguente politica monetaria restrittiva da parte delle Banche Centrali. Tra le principali conseguenze di questa azione abbiamo osservato nel 2023 una correlazione positiva tra bond ed equity. La recente traiettoria positiva dell'inflazione e l'ormai scontato taglio dei tassi da parte delle Banche Centrali quest'anno, porteranno verosimilmente ad una minore volatilità nel mercato obbligazionario e ad una normalizzazione delle correlazioni tra le asset class. Le nostre attese", conclude il gestore di Amundi, "di un ritorno dell'inflazione verso i target nel 2024 ci hanno spinto ad incrementare sia la duration che il peso della componente obbligazionaria nei portafogli multi asset dei Fondi pensione". Allarga l'analisi a una prospettiva storica Tilquin: "La natura eccezionale della politica monetaria attuata dalle Banche Centrali dopo la Grande crisi finanziaria del 2008 ha fatto sì che la volatilità del reddito fisso si riducesse sensibilmente con il crollo dei tassi di interesse. I tassi della Fed sono rimasti allo 0,25% per 7 anni, per poi risalire al 2,5% alla fine del 2018, prima di essere nuovamente ridotti allo 0,25% all'inizio del 2020 a causa di Covid19. La volatilità del reddito fisso statunitense", continua l'esperta di AXA IM, "è scesa da un massimo di oltre 250 (indice Bofa Move) a un valore più vicino a 50 nei 10 anni successivi grazie all'efficacia della forward guidance. A partire dal 2022, l'elevata incertezza dovuta all'aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse ha determinato un forte riprezzamento della volatilità del reddito fisso. Le Banche Centrali sono tornate a dipendere dai dati, il che manterrà la volatilità del reddito fisso ad un livello elevato e renderà imprevedibili le correlazioni con le azioni. Le dimensioni delle posizioni di allocazione che implementiamo nei nostri portafogli multi asset

riflettono naturalmente questa situazione e quindi le dimensioni delle nostre posizioni sono state dimezzate", precisa Tilquin, concludendo che "la nostra analisi suggerisce che quando l'inflazione statunitense è superiore al 3% la correlazione tra i prezzi delle azioni e delle obbligazioni è positiva, mentre al di sotto del 3% è probabile che sia negativa". Anche Bridelli spiega che "lo scorso anno è stato caratterizzato da una volatilità nell'obbligazionario senza precedenti, con oscillazioni per i rendimenti dei Treasury decennali statunitensi che non si osservavano da circa due decenni. La correlazione con l'azionario", continua lo specialista di BlackRock, "ha portato a convergenze e divergenze tra i rendimenti delle due asset class, prevalentemente influenzate dalle aspettative sull'inflazione, dalla resilienza dei dati economici e dai tassi di interesse delle Banche Centrali. L'approccio tattico delle nostre gestioni multi asset per i portafogli previdenziali è comunque rimasto cauto. Alla luce degli eventi che hanno caratterizzato la prima parte del 2023, avevamo aumentato la diversificazione e le coperture ai portafogli, per poi posizionarci tatticamente a favore dell'equity giapponese verso la fine del 2023. Nell'obbligazionario", termina Bridelli, "siamo rimasti neutrali sul credito investment grade e sull'high yield globale, con un sottopeso sui titoli di Stato globali e una preferenza per la parte breve della curva".

Mandati private market: tra novità e diversificazione per affrontare il 2024

Nel mondo del risparmio gestito la parola d'ordine è diversificazione, perché rappresenta la ricetta perfetta per ottenere un portafoglio di qualità capace di affrontare nel migliore dei modi qualsiasi contesto macroeconomico e vicissitudini figlie dell'anno appena concluso. Tutto ciò influenza in modo considerevole l'attività di selezione di fondi/asset di private market soprattutto per quanto riguarda i mandati affidati dai Fondi pensione. Per **Carlo Maggi**, Real Estate & Infrastructure Strategies di Eurizon Capital Real Asset, "il 2023 ha visto un rallentamento nell'attività di fund raising, tendenza che si prevede persista anche nel 2024, con inve-

stitori più selettivi. Tuttavia, nonostante questa prudenza, il dry powder rimane a livelli considerevoli. Guardando al 2024", anticipa il gestore di Eurizon "ci attendiamo un riposizionamento degli asset che potrà generare rendimenti risk adjusted interessanti: per esempio, nel private debt ci focalizzeremo su strategie senior/unitranche e, in parte, su strategie opportunistiche, così come nel mercato del real estate. Nel settore del private equity, prediligeremo il mercato secondario e segmenti come growth e mid market buyout nel primario, mentre per le infrastrutture, il focus resterà su transizione energetica, infrastrutture digitali e trasporti, sempre nel mid market e sul secondario". **Alberto Salato**, Head of Southern Europe Client Group di Neuberger Berman, osserva invece che "sui mercati privati, come su quelli quotati, i Fondi pensione tendono sempre più a implementare mandati multi asset. Fondamentale è quindi la selezione di fondi altamente specializzati e complementari, non concorrenziali all'interno delle stesse aree, con un'ottica di decorrelazione in base alle aspettative macroeconomiche. Su quest'ultimo fronte, per esempio", scende nel dettaglio lo specialista di Neuberger Berman, "abbiamo inserito settori anticiclici come specialised industry, healthcare, IT e azzerato l'esposizione ai consumer good con l'obiettivo, quindi, di anticipare una fase di mercato che andava verso un rallentamento. Senza dimenticare l'obiettivo della decorrelazione del portafoglio complessivo rispetto al ciclo economico. Anche la sostenibilità è sempre più considerata dai Fondi pensione, e qui la chiave è l'allineamento a monte con le nostre controparti sulle loro aspettative relative ai nostri impegni e criteri ESG". Detto questo, continua Salato, "nei mercati privati la scelta del singolo investimento ha un valore idiosincratco molto più marcato rispetto ai mercati quotati. Vanno quindi ricercati gestori di private equity che sappiano cogliere le opportunità in industrie o settori non legate al ciclo economico, ma in grado di generare valore sulla base di un'idea originale di investimento". "In StepStone", indica **Giada De Mattia**, Partner di StepStone Group, "monitoriamo costantemente l'andamento dell'inflazione, dei tassi di

interesse e di occupazione, nonché di altre variabili macroeconomiche. Tuttavia, la ricerca accademica e la nostra esperienza suggeriscono che cercare di time the market sulla base dell'andamento delle variabili sopra citate spesso non si traduce in un vantaggio competitivo se si opera nei mercati privati. Infatti, investimenti di elevata qualità possono essere identificati in qualsiasi contesto economico, anche nei periodi più turbolenti. Tutte le asset class", continua De Mattia, "per le loro qualità intrinseche, possono offrire opportunità che ben si adattano a periodi di incertezza economica: i) gli investimenti effettuati nel credito privato si basano su un tasso di interesse variabile che protegge gli investitori dalle fluttuazioni dei tassi; ii) gli investimenti in infrastrutture generano rendimenti legati all'inflazione, con la possibilità di trasferire l'incremento dei costi direttamente ai consumatori finali; iii) il settore immobiliare si configura come un asset class estremamente variegata che, attraverso un'attenta costruzione del portafoglio, consente di ottenere un'elevata diversificazione, attraverso la combinazione di diverse tipologie di immobili, e, al tempo stesso, di capitalizzare su fattori specifici che determinano i rendimenti per ciascun investimento; iv) negli investimenti in private equity, storicamente la performance superiore è stata generata dalla capacità dei gestori di incrementare gli utili delle società in portafoglio", osserva l'esperta di StepStone, che aggiunge: "Resta tuttavia fondamentale, soprattutto in questo contesto, affiancarsi ai partner giusti attraverso un'ancora più attenta selezione. Proprio per questo motivo, StepStone fin dalla sua fondazione, ha puntato sul garantire una copertura globale e multisettoriale in tutte le asset class dei mercati privati, e soltanto nell'ultimo anno ha analizzato oltre 3.700 opportunità di investimento". Guardando alle richieste ricevute dagli investitori istituzionali italiani, l'esperto di Neuberger Berman mette in luce che "l'interesse di Fondi pensione e Casse di previdenza italiani verso i mercati privati è un trend più recente rispetto ad altri Paesi, ma sicuramente in crescita con l'obiettivo di una maggiore diversificazione delle fonti di rendimento. In generale", continua

Salato, "i Fondi pensione italiani hanno un focus geografico concentrato sull'Europa, con specifica attenzione all'Italia, e una preferenza per il segmento buyout e growth. Senza dimenticare i segmenti infrastrutture e private debt. Maggiore cautela invece su strategie più rischiose quali venture capital, distressed e turnaround, penalizzate oggi più per ragioni di ciclo economico, che per una scelta di merito. Lo scorso anno, pur in presenza di mercati quotati soggetti a forte volatilità e nonostante il cambio di regime monetario, gli asset privati di elevata qualità si sono dimostrati resilienti, contribuendo a creare valore e stabilità, all'interno delle asset allocation".

"Negli ultimi 20 anni", spiega la specialista di StepStone, "i mercati privati hanno dimostrato notevole resilienza. Ciascuna asset class dei mercati privati ha ottenuto performance superiori rispetto al suo equivalente nei mercati quotati, offrendo rendimenti più elevati a fronte di un livello di rischio inferiore. Quando i mercati quotati sono scesi, le valutazioni sui mercati privati sono storicamente state impattate molto meno; mentre quando i mercati quotati sono saliti, le valutazioni dei mercati privati sono tendenzialmente aumentate altrettanto se non di più. Quindi oltre alla capacità dei mercati privati di generare rendimenti superiori, i fattori chiave per realizzare rendimenti solidi e duraturi sono processi di selezione accurati ed elevata diversificazione", rivela De Mattia. "StepStone che gestisce oltre 659 miliardi di dollari (al 30 settembre 2023), ha una presenza globale, ed è attiva in tutte le asset class e strategie dei mercati privati. La nostra dimensione e specializzazione ci permette di fornire ai nostri clienti un accesso privilegiato ad opportunità di investimento di elevata qualità restando fortemente selettivi. Inoltre, la nostra profonda conoscenza del mercato, viene integrata da competenze nella costruzione di portafogli, che ci permette di costruire per i nostri clienti portafogli su misura con un'adeguata diversificazione. Le scelte che abbiamo effettuato per i nostri clienti italiani, fra cui i Fondi pensione, sono guidate dagli stessi principi che riteniamo ci abbiano permesso di costruire portafogli solidi che performeranno nel tempo e attraverso cicli diversi.

Crediamo infatti che in ogni ciclo economico si possano trovare ottime opportunità di investimento. Come discusso, il nostro approccio è volto a supportare i nostri clienti nella costruzione dei loro portafogli, dando priorità all'analisi di mercato e un accurato processo di selezione. Queste considerazioni vengono poi incrociate con le specifiche esigenze e preferenze di ciascun cliente, al fine di creare portafogli su misura calibrati sulle preferenze di rischio, rendimento e liquidità", conclude la responsabile di StepStone.

Nel 2023 è stato avviato il progetto Vesta, su iniziativa di cinque Fondi pensione negoziali e per cui Eurizon Capital Real Asset è stato selezionato a febbraio 2023 come GEFIA per un mandato ad investire in FIA di Infrastrutture. "Il consorzio Vesta", spiega Maggi, "si posiziona strategicamente come un attore chiave nel settore dei private market, contribuendo in modo significativo allo sviluppo di progetti infrastrutturali di primaria importanza. Dalla data di avvio del mandato (marzo 2023) a fine 2023 sono stati sottoscritti commitment per euro 149 milioni, ossia l'89% del totale, in sette FIA, e si prevede che l'intera allocazione sarà completata entro la prima metà del 2024, per un totale di nove FIA. Il processo di costruzione del portafoglio", scende nel merito il gestore di Eurizon, "è stato guidato da criteri rigorosi, con una selezione accurata di operatori nazionali e internazionali di primario standing e cercando, contestualmente, di aumentare la diversificazione geografica e settoriale basandosi sulla strategia dei FIA selezionati e il profilo rischio/rendimento degli stessi per cogliere i principali trend di investimento del mondo infrastrutturale. Particolare attenzione è rivolta altresì alla mitigazione dell'effetto j curve del portafoglio ed alla sostenibilità degli investimenti, conformemente alla direttiva SfdR Art. 8 e 9. L'approccio, infatti, non si limita alla ricerca di risultati finanziari solidi, ma integra valutazioni ambientali, sociali e di governance nelle decisioni d'investimento. Questo impegno", conclude Maggi, "riflette la volontà del consorzio Vesta di operare non solo come entità finanziaria, ma anche come attore responsabile e sostenibile nei mercati".

Fondi pensione pronti per affrontare anche le prossime sfide dei mercati

Mondolinvestor ha incontrato i rappresentanti di Fon.te., Fondenergia, Fondoposte, Previdenza Cooperativa, Solidarietà Veneto e Fondo Pegaso

di Marco Degrada e Stefano Gaspari

ALCUNI DATI DEI FONDI PENSIONE NEGOZIALI

Numero posizioni in essere	3.993.824
Risorse destinate alle prestazioni	64.511 mln di euro
Contributi (gen-set 2023)	4.956 mln di euro

Dati a settembre 2023. Fonte: Covip

Il 2023 si è concluso positivamente, dal punto di vista dei rendimenti (vedi anche articolo pag. 34), per i Fondi pensione italiani che, se da un lato hanno approfittato del momento positivo di azionario e obbligazionario nell'ultima parte dell'anno, dall'altro sono stati premiati dall'aumento della diversificazione degli investimenti operata negli ultimi anni.

Per tracciare un bilancio degli ultimi 12 mesi, ma anche per discutere delle prossime sfide, a livello di investimenti e integrazione ESG, Mondolinvestor ha incontrato **Maurizio Grifoni**, Presidente di Fon.te. (Fondo Pensione Complementare per i dipendenti da aziende del terziario, commercio turismo e servizi), **Danilo Di Crescenzo**, Direttore Generale di Fondenergia (Fondo Pensione Complementare per i Lavoratori del Settore Energia), **Vittorino Metta**, Direttore Generale di Fondoposte (Fondo Nazionale di Pensione Complementare per il Personale di Poste Italiane Spa), **Giorgio Budassi**, Direttore Generale di Previdenza Cooperativa (Fondo Pensione Nazionale a Capitalizzazione dei Lavoratori, Soci e Dipendenti, delle Imprese Cooperative e per i lavoratori dipendenti addetti ai lavori di sistemazione idraulico/forestale ed idraulico/agraria), **Paolo Stefan**, Direttore Generale di Solidarietà Veneto (Fondo Pensione Complementare negoziale a capitalizzazione individuale e contribuzione definita più diffuso tra i lavoratori del Veneto), e **Andrea Mariani**, Direttore Generale di Fondo Pegaso (Fondo Pensione Complementare a capitalizzazione e a contributo definito per i dipendenti delle imprese di servizi di pubblica utilità).

Dopo le perdite del 2022, il 2023 si conclude positivamente anche per i

Fondi pensione italiani, con rendimenti in significativa crescita che permettono di recuperare gran parte del rosso dello scorso anno. Si confermano quindi i benefici di una visione di lungo periodo del risparmio previdenziale? Siete soddisfatti dei risultati ottenuti dai vostri comparti?

Grifoni: L'orizzonte temporale di un Fondo pensione è intrinsecamente di lungo periodo e questo aspetto ha sicuramente visto confermati i benefici di una strategia d'investimento che riesce a creare valore tramite un'allocatione di capitali sulla base dei c.d. "fondamentali" economici (sia a livello macro che micro), riuscendo pertanto a scindere la valutazione della performance rispetto ai soli fattori di breve periodo. I risultati positivi conseguiti dai comparti di Fon.Te. sono ovviamente legati al favorevole contesto di mercato (il ciclo di rialzi dei tassi messo in atto per il contrasto all'elevata inflazione dalle due principali Banche Centrali, Fed e Bce, le quali hanno rispettivamente innalzato i saggi di riferimento di 525 punti base e 450 punti base in poco più di un anno, ha visto il raggiungimento del suo plateau nell'ultimo trimestre 2023 a un livello pari a 5,5% per l'Istituto americano e 4,5% per quello europeo), coniugato al contributo attivo dei gestori del Fondo in relazione alle principali asset class (in primis azionario, con le piazze americane generaliste oltre il 20% e i mercati tecnologici a circa +43%).

Accanto all'attività d'investimento nei mercati "tradizionali", nell'arco del 2023 è proseguito l'impegno da parte del Fondo nella costruzione del proprio portafoglio "illiquido", tramite la selezione di strumenti di private equity, private debt e infrastrutturale, complementari rispetto alla componente "liquida", e con finalità

legate anche al sostegno dell'economia reale (già in portafoglio i primi investimenti in Fondi di Fondo Italiano d'Investimento, Azimut Libera Impresa, F2i e Green Arrow Capital).

Di Crescenzo: Gli ultimi due anni sono stati decisamente movimentati e hanno messo alla prova l'asset allocation dei Fondi pensione, ma si deve sempre tenere a mente che anni come questi non sono un'eccezione se si tiene conto che la fase di accumulo può durare per oltre 40 anni. Già guardando i rendimenti medi degli ultimi 5 anni, Fondenergia ha avuto dei risultati in linea con quelli che sono gli attuali obiettivi di rendimento dei comparti, perciò vale l'adagio che il tempo cura le ferite, ma serve un'attenta pianificazione affinché le ferite siano contenute. I nostri comparti sono risultati essere migliori rispetto alla media degli altri negoziali, e crediamo che questo sia dovuto al fatto che Fondenergia si sia mosso prima di altri verso asset class differenti. Il comparto Garantito, che nel 2022 è risultato uno dei migliori grazie ad un lieve abbassamento del valore della quota, ha cavalcato il ribasso dei tassi e segnato il secondo miglior rendimento della sua storia. Il comparto Bilanciato, come altri della stessa tipologia, ha ancora un po' di strada da fare per recuperare le perdite del 2022, ma ora il portafoglio ha titoli con yield to maturity molto interessanti e rischiosità limitata, pertanto contiamo di ricevere buone performance nei prossimi periodi. Il comparto Dinamico, grazie alla sua allocazione e ai gestori, ha sostanzialmente recuperato la perdita dell'anno precedente. La soddisfazione quindi non manca, ma è chiaro che stiamo continuamente lavorando per il futuro.

Sicuramente le azioni sono state il motore trainante e sono la motivazione principale dei buoni risultati del 2023 e le scelte di alcuni gestori sono state premianti, portando a maggiori rendimenti. L'investimento nei mercati alternativi continua a svolgere la funzione di diversificatore delle fonti di rendimento/rischio. Il private equity ha avuto un buon impatto, soprattutto sulle performance del comparto Dinamico, dove hanno un peso maggiore, mentre contiamo di avere dei benefici dalle infrastrutture; costante

l'apporto del dividendo di Banca d'Italia, che ha reso circa il 4,5% senza movimenti di prezzo, in continuità con l'anno precedente.

Metta: Il 2023 è stato un anno nettamente positivo per i rendimenti di Fondo-poste. Sia il comparto Bilanciato che quello Garantito hanno realizzato un rendimento, al netto dei costi e della fiscalità, pari rispettivamente al +6,30% e al +5,77%. I risultati ottenuti evidenziano un importante recupero rispetto alla fase di calo registrata nel corso del 2022. Siamo soddisfatti per i risultati ottenuti perché testimoniamo resilienza e adattabilità di fronte ad un contesto economico e finanziario che resta complesso anche per i prossimi mesi. Il Fondo ha proseguito nell'attuazione di un'Asset allocation strategica volta all'ottimizzazione degli investimenti, con un bilanciamento accurato tra prudenza e ricerca di nuove opportunità di rendimento. Questo approccio, caratterizzato da ampia diversificazione per tipologia di strumenti finanziari, aree geografiche e settori, unitamente alle comprovate capacità dei soggetti incaricati alla gestione, ha giocato un ruolo fondamentale nel mitigare i rischi e massimizzare i rendimenti come dimostrato dalla crescita del patrimonio del Fondo. In un anno, il 2023, che si è rivelato comunque complesso e mutevole (caratterizzato da numerosi fattori di rischio da quelli per la tenuta dell'economia reale a quelli legati ai multipli conflitti globali) l'andamento dei mercati finanziari è stato positivo per la maggior parte delle asset class sia azionarie che obbligazionarie ed è stato caratterizzato da un progressivo recupero che si è concluso con un'accelerazione dei prezzi di azioni e obbligazioni soprattutto nei mesi finali dell'anno appena concluso e che fanno ben sperare per il proseguimento della fase favorevole.

Budassi: Sebbene la diversificazione degli investimenti sia stata, è e sarà in futuro la pietra miliare che guida la gestione finanziaria di Previdenza Cooperativa, nel 2022 non ha mostrato i benefici empiricamente illustrati dai principi della "Modern Portfolio Theory", anche in virtù del cambiamento di regime nelle correlazioni tra le azioni e le obbligazioni, avvenuto nel corso dell'ultimo anno, e

che ha provocato perdite nei valori quota di tutti e tre i comparti. Nel 2023, al contrario, anche se interessato da diversi eventi esogeni che hanno incrementato i livelli di volatilità sui mercati finanziari, abbiamo assistito, nell'ultima parte dell'anno, a una forte fase di recupero che ha coinciso con una riduzione dell'inflazione in Europa e negli Stati Uniti oltre che a un freno alla politica di rialzo dei tassi di interesse da parte delle principali Banche Centrali.

L'elevata qualità dei titoli in portafoglio ha contribuito al rapido recupero dei valori di quota. Previdenza Cooperativa investe principalmente in titoli di Stato e corporate di buona affidabilità creditizia e in azioni di grandi aziende quotate su mercati regolamentati, peraltro, lo fa affidando la gestione a investitori professionali tra i più importanti a livello nazionale e internazionale, ad esito di una selezione a evidenza pubblica.

Il 2023 per Previdenza Cooperativa si è concluso positivamente, con i rendimenti dei tre comparti in crescita (Sicuro +3,54%, Bilanciato +7,34%, Dinamico +8,54%). Tale risultato è stato trainato principalmente dalla componente azionaria di portafoglio, che ha beneficiato, come detto in precedenza, di rendimenti estremamente positivi nei mesi conclusivi dello scorso anno.

In ognuna delle fasi di mercato, sia che esse siano caratterizzate da stabilità o instabilità delle quotazioni, rialziste o ribassiste, la valutazione dei Fondi pensione andrebbe sempre osservata in un orizzonte temporale di lungo termine, nel quale momenti di turbolenza dei mercati finanziari possono considerarsi come inevitabili e, inoltre, dove i periodi di forte instabilità sono sempre susseguiti da periodi di sostanziale stabilità delle quotazioni. Le stesse modalità di funzionamento dei Fondi pensione tendono di per sé ad attenuare gli effetti delle oscillazioni dei mercati, prevedendo flussi di versamento periodici e, quindi, distribuiti nelle varie fasi di mercato.

Inoltre, andrebbe sempre considerato che il vantaggio derivante dalla partecipazione ai Fondi pensione è rappresentato per l'aderente da un insieme di fattori. Al solo rendimento della gestione finanziaria occorre aggiungere il vantaggio fiscale

derivante dalla partecipazione e il contributo aggiuntivo del datore di lavoro, che rappresenta un incremento importante del flusso contributivo, inesistente in altre forme di previdenza complementare.

Stefan: In effetti forse solo i più ottimisti avrebbero pronosticato, per il "2023 finanziario", un esito tanto positivo! Molta parte di questa performance va ricondotta al crescendo "rossiniano" di fine anno, che per nove settimane consecutive ha sostenuto i listini azionari fino a ritoccare i massimi di fine 2021. Nel mentre, si è assistito pure a un significativo ribasso dei tassi di interesse, così che anche le obbligazioni hanno potuto chiudere l'anno con consistenti rialzi. Un clima euforico, con i mercati sempre più convinti che il rallentamento delle economie, eredità delle politiche restrittive, del Covid, della crisi geopolitica, sarà modesto. Ma convinti, al tempo stesso, di aver visto la fine della fase di rialzo tassi, anche in ragione di un'inflazione decisamente meno allarmante rispetto all'anno precedente e con le Banche Centrali sempre più attente a non trasformare il rallentamento in recessione.

Tutti i comparti del Fondo hanno beneficiato di questo "idillio". Spicca il Dinamico, che chiude l'anno in "doppia cifra", consolidando un rendimento pluriennale da sempre consistente. La performance è particolarmente apprezzata dai risparmiatori veneti: il Dinamico è infatti il comparto più "popolato" del Fondo, ospitando il 35% degli iscritti, tipicamente i più giovani (età media 34 anni circa). Un posizionamento che, in effetti, guarda alla "lunga distanza", luogo ideale dove andare a misurare l'efficacia dei Fondi pensione. Circa la "visione di lungo periodo", dobbiamo peraltro dar conto di quelle criticità che i mercati in questa fase hanno deciso di ignorare. Anzitutto la geopolitica: attorno a noi vecchie e nuove potenze si fronteggiano, talvolta in maniera palese, più spesso sottotraccia e ci si chiede quali possano essere gli equilibri verso i quali questo "nuovo" mondo, globalizzato e multilaterale, si sta orientando. Sta di fatto che il modello geopolitico che ci è stato lasciato in eredità dopo il secondo conflitto mondiale e che ha fatto da "culla" alla crescita economica più vorticosa a cui

l'umanità abbia mai assistito, appare ormai superato.

Qualora questa (e altre) criticità dovessero essere assunte con maggiore attenzione, c'è il rischio che il trend di fine 2023 perda vigore. Da questo punto di vista, ritornando ai comparti, il Reddito o il Prudente, seppur meno "appariscenti" a livello di rendimento nel breve periodo, potrebbero incontrare le aspettative dell'"iscritto medio" che ha già accumulato una consistente anzianità nel Fondo, rivelandosi maggiormente difensivi nel medio periodo.

Per concludere, rispetto ai comparti, vorrei spendere due parole rispetto al Garantito: dal 1° dicembre 2023 gestito da Anima Sgr e Great Lakes Insurance SE (Munich RE), che hanno vinto il bando di gara avviato prima dell'estate. Con la nuova gestione tutti gli iscritti del comparto possono contare sulla copertura al 100% del capitale versato, recuperando così anche le perdite accumulate nel 2022.

Mariani: Senza dubbio il 2023 ha evidenziato un andamento positivo che ha permesso di recuperare una parte importante delle perdite subite nel 2022, riequilibrando i rendimenti pluriennali del Fondo pensione. Il contributo è stato positivo da entrambe le principali classi di attività, anche se la componente azionaria ha avuto decisamente una performance molto positiva, superiore alle aspettative degli operatori, soprattutto rispetto alla componente obbligazionaria, che non ha visto la riduzione dei tassi di interesse ipotizzata sempre a inizio 2023. Rimane il dubbio che l'ottima performance azionaria sia stata trainata da pochi titoli, soprattutto negli Stati Uniti, con un focus specifico sui benefici attesi derivanti dagli sviluppi riconducibili all'Intelligenza Artificiale, mentre la crescita economica in termini reali sia stata migliore delle attese anche per gli anormali sostegni provenienti dalla politica economica statunitense. La piccola ma crescente componente investita nei private market ha contribuito positivamente alla performance del Fondo pensione, sebbene l'impatto rimanga ancora esiguo. Bisognerà comprendere se nel 2024 si verificherà una normalizzazione del ciclo con una fase di riduzione della cre-

scita e dei tassi di interesse, oppure se alcuni fattori contingenti potranno ancora prolungare questa fase positiva per i mercati azionari.

Entrando nel 2024, avete mandati in scadenza o comunque in programma la realizzazione di nuovi investimenti e di cambiamenti all'asset allocation dei vostri comparti?

Grifoni: L'anno 2024 vedrà la scadenza naturale della maggior parte dei mandati di gestione tradizionali di Fon.Te. (in particolare sui comparti privi di garanzia) e si avvieranno dunque le conseguenti valutazioni circa i processi connessi. A tal proposito, già lo scorso anno il Fondo ha avviato un processo di revisione della propria Asset allocation strategica (condotta con il supporto dell'advisor finanziario), al fine di rendere l'offerta previdenziale di Fon.Te. sempre più differenziata e a valore aggiunto per la platea degli aderenti del Fondo. La revisione dell'allocation strategica passerà in prima battuta da un sostanziale incremento della quota d'investimenti nei mercati privati, anche attraverso l'affidamento di specifici mandati su segmento illiquido a un GEFIA (la cui selezione, già sviluppata nell'arco del 2023, è in fase di finalizzazione) che andrà a investire in strumenti di private equity, private debt e infrastrutturale affiancando la componente sottoscritta dal Fondo in via diretta (anch'essa in progressiva implementazione, con ancora un interessante margine allocativo in particolare per real estate e venture capital).

Di Crescenzo: Il 2024 si annuncia un anno decisamente importante per il futuro dei comparti Bilanciato e Dinamico, in quanto scadranno le convenzioni di gestione per un totale di oltre 2,5 miliardi di euro riferiti a tutte le strategie di investimento nei mercati quotati. Nella prima parte dell'anno Fondenergia sarà impegnata nella revisione degli obiettivi di rendimento e il Consiglio di Amministrazione è chiamato a decidere a riguardo del disegno di portafoglio. Verranno effettuate le consuete verifiche di controllo sull'AAS e sul conseguente disegno di portafoglio.

Metta: È evidente che gli ultimi due anni hanno profondamente modificato gli scenari di riferimento. Non solo, siamo con-

sapevoli dei cambiamenti della platea di aderenti, caratterizzata in quest'ultimo periodo da un ringiovanimento legato sia all'uscita degli aderenti che hanno raggiunto i requisiti di pensionamento ma anche per effetto dei recenti ingressi di aderenti giovani, legate alle politiche di assunzione di Poste Italiane. Ci affacciamo al 2024 con questa consapevolezza e con l'obiettivo, pertanto, di adeguare tempestivamente la politica di investimento sia al nuovo scenario dei mercati finanziari che alla mutata composizione della platea. In particolare, anche in considerazione che le attuali convenzioni di gestione scadranno nel 2024, stiamo considerando l'ulteriore sviluppo dell'Asset allocation strategica con un'attenzione particolare alla diversificazione sia sui mercati quotati che sui private asset ed all'ampliamento dell'offerta previdenziale con l'introduzione di un nuovo comparto di accumulo, con una quota di equity maggiore e un forte orientamento verso la sostenibilità, per i lavoratori più giovani. Al contempo, stiamo esaminando l'introduzione di un comparto di uscita, principalmente obbligazionario a breve termine, per poter accogliere gli aderenti prossimi al pensionamento. Inoltre, vorremmo anche introdurre un meccanismo di Life Cycle che consenta in maniera definita e progressiva di modificare il profilo rischio/rendimento al variare dell'orizzonte temporale al pensionamento in modo da consentire all'aderente di beneficiare un profilo di investimento sempre in linea alle proprie esigenze.

Budassi: Con specifico riferimento al comparto garantito, il Consiglio di Amministrazione, nel corso del mese di giugno 2023, ha deliberato il rinnovo motivato dell'unico mandato di gestione fino alla data del 31 dicembre 2026: le nuove condizioni di mercato, infatti, hanno aperto una finestra temporale di cui approfittare per rivedere in senso significativamente migliorativo le condizioni economiche, attraverso una riduzione delle commissioni di gestione annue, e normative, con l'ampliamento del numero degli eventi garantiti che hanno fatto di Previdenza Cooperativa un unicum del settore dei fondi negoziali.

Per tutti i mandati afferenti al comparto

Bilanciato e Dinamico, di durata quinquennale, partiti nel gennaio 2020, la scadenza è il 31 dicembre 2024. Con riferimento specifico ai comparti Bilanciato e Dinamico, Previdenza Cooperativa, già a partire dall'ultimo trimestre del 2023, ha avviato i lavori di revisione dell'Asset Allocation Strategica (AAS), partendo preliminarmente dalla valutazione dell'analisi della popolazione e degli obiettivi previdenziali di Il pilastro, con l'obiettivo di verificarne la bontà e la validità dell'attuale articolazione dei mandati di gestione.

Più in particolare, sono in corso una serie di valutazioni che interessano l'asset mix del comparto Bilanciato, la diversificazione geografica degli investimenti obbligazionari, la duration di portafoglio e, pari passu, proseguiranno i lavori di finalizzazione del programma di investimenti alternativi, con l'obiettivo di aumentare il livello di decorrelazione dagli investimenti "tradizionali", in coerenza con l'allocation strategia assegnata.

Stefan: L'asset allocation con la quale il Fondo ha "attraversato" il 2022 (l'annus horribilis della finanza) venne strutturata nella seconda parte del 2020. Da allora molto è cambiato: il 2022, in particolare, ci lascia delle importanti eredità, scenario entro il quale dovrà dipanare i suoi effetti il nuovo Documento sulle Politiche di investimento che il Cda di Solidarietà Veneto è chiamato ad adottare quest'anno.

Fra queste eredità, la più interessante, specie per il risparmiatore avverso al rischio, è il più elevato rendimento dei titoli obbligazionari, che dà "nuova vita" ai comparti nei quali le obbligazioni hanno peso preponderante. Meno rassicurante, fra i lasciti del 2022, è l'inflazione. Certo, il 2023, da questo punto di vista, ci ha positivamente stupiti, con l'indice dei prezzi al consumo che ha chiuso l'anno sotto l'1%, ma scendendo sotto la superficie, ci si accorge che, nel "conto" dell'inflazione 2023, è compresa la forte flessione dei prezzi dell'energia, che ha compensato gli aumenti di altri beni, come quelli alimentari. Ma nello scenario geopolitico attuale, con una situazione in Medio Oriente più aggrovigliata che mai, quale direzione potrebbero prendere i prezzi dell'energia? Una valutazione che

ci rimanda ad un altro degli argomenti "clou" del 2022: l'"insostenibilità" (energetica in primis, ma forse non solo) di un sistema economico sempre più impattante sull'ambiente.

Gli operatori economici, ormai da qualche anno, mettono il rischio ambientale in cima alla lista dei "pericoli" per la tenuta del sistema. L'attenzione sta andando in particolare verso gli effetti degli eventi meteo estremi. Nonostante i negazionisti, la situazione non può essere ignorata da un Fondo pensione che punta a preservare il risparmio proprio nel lungo periodo.

Mettendo assieme i vari tasselli, crediamo che nella costruzione dell'asset allocation 2024 potranno probabilmente trovare maggiore spazio i bond, specie se core. Non ci si può tuttavia illudere che una gestione incentrata sul Btp, Bund e Us Treasury possa bastare a soddisfare le esigenze degli associati, specie nel caso in cui l'inflazione dovesse rialzare la testa. Ecco allora la necessità di consolidare il "connotato" storico di Solidarietà Veneto: la diversificazione, realizzata attraverso gli investimenti "alternativi". Al private debt e al private equity, nell'ultimo biennio si sono aggiunti i real asset, con un focus sulle infrastrutture, soprattutto per i progetti europei che (grazie anche al volano del NextGenerationEU) abbracciano la filosofia ESG. Potrebbe essere proprio quest'ultimo il terzo filone evolutivo per la gestione finanziaria di Solidarietà Veneto, in sintonia con l'approccio dei tanti giovani che in questi ultimi anni ci hanno dato fiducia.

Mariani: Il Fondo pensione sta procedendo a selezionare i gestori finanziari per tre mandati obbligazionari globali aggregate e due mandati bilanciati globali. I nuovi mandati diventeranno operativi nel corso del mese di maggio 2024, quando prenderà avvio la nuova offerta finanziaria del Fondo pensione che prevederà la chiusura del comparto Dinamico e l'apertura del nuovo comparto Crescita, caratterizzato da una composizione 70% azionaria e 30% obbligazionaria. Al contempo si introdurranno cinque profili di investimento di cui tre coincidenti con i comparti Garantito, Bilanciato e Crescita e due intermedi chiamati Prudente (40% Bilanciato e 60% Garan-

tito) e Dinamico (50% Bilanciato e 50% Crescita). Completerà l'offerta del Fondo pensione la strategia Life Cycle, che prevederà il passaggio automatico fra i diversi profili sopra descritti, in ottica di riduzione graduale del rischio.

Per quanto riguarda l'asset allocation del Fondo pensione si è avviata una riflessione sulla possibilità di investire in small e mid cap italiane, mentre sarà necessario valutare come stabilizzare la quota di investimenti private debt, così come già avvenuto nel 2023 con il programma di private equity, implementando un nuovo programma che prevede il reinvestimento dei proventi, in modo tale da mantenere l'esposizione massima effettiva a un livello non superiore all'importo massimo investibile definito in fase di avvio del mandato.

Le regole in merito agli investimenti ESG sono diventate più chiare e stringenti in merito agli adempimenti, cosa pensate a riguardo? Nel caso in cui abbiate dei mandati in scadenza o abbiate in programma nuovi investimenti, quanto peserà la componente ESG nelle vostre scelte?

Grifoni: La regolamentazione europea sugli investimenti sostenibili sta aumentando il livello di trasparenza nel mercato e rappresenta uno stimolo critico molto rilevante per l'attività dei Fondi pensione. In Fon.Te l'attenzione consolidata da tempo per tali tematiche e la volontà di rispondere al meglio agli adempimenti crescenti ha portato a selezionare ad inizio 2023 un advisor specializzato per la sostenibilità e l'investimento responsabile, con incarico affidato a Nummus.Info (che supporterà il Fondo anche in relazione all'ambito ESG nei processi selettivi, oltre che sulle riflessioni connesse al processo di engagement secondo la normativa Shareholder Rights Directive II e nella ottimizzazione di linee guida sulla sostenibilità nel processo di investimento). Sottolineiamo inoltre che già per le selezioni di FIA a investimento diretto su private equity e private debt, nonché per l'entrante GEFIA, il driver della sostenibilità ha giocato un ruolo fondamentale, con ampia afferenza dei target analizzati (e potenziali affidatari di risorse) agli Art. 8 e 9 ex Regolamento europeo SFDR.

Di Crescenzo: Il processo di allineamento di tutte le fonti normative e della prassi di mercato gioverà sicuramente all'utente finale che avrà modo di confrontare tutte le offerte disponibili. Se è vero che molti passi sono stati fatti, risulta altrettanto importante rendere fruibili i dati per i Fondi pensione. Fondenergia ha selezionato un fornitore di dati che consente di produrre delle elaborazioni proprie, in corso di progressivo rafforzamento. Gli aspetti ESG, specie da quando siamo diventati sottoscrittori degli UNPRI, sono diventati via via sempre più importanti e in ottica di migliorare i presidi di controllo sarà richiesto ai gestori di allinearsi alle metriche definite dal Fondo, così come è stato richiesto nella ricerca di gestori del 2021. Il Fondo è maturato nel tempo e le capacità di giudizio su questi aspetti comporteranno un peso sempre più rilevante nella prossima selezione.

Metta: La regolamentazione europea che è arrivata in ordine sparso sia da un punto di vista temporale che per tematiche, aperte a più interpretazioni, sembra stia arrivando a un punto di maggior consolidamento e chiarezza. In quest'ottica, e sicuramente con una maggior attenzione alle specificità e alle dimensioni degli investitori istituzionali italiani, hanno svolto una parte importante le numerose attività e iniziative svolte da Mefop e da Assofondipensione, il cui ruolo è stato centrale.

Per quanto riguarda Fondoposte, la nostra volontà è quella di proseguire nel percorso di sostenibilità degli investimenti già intrapreso e che ha portato il comparto Garantito a essere classificato Art.8 ai sensi del regolamento SFDR. Anche per quanto riguarda il comparto Bilanciato, in vista dell'aggiornamento della Politica di Investimento e della scadenza delle attuali convenzioni di gestione, la selezione dei gestori, per i prossimi mandati di gestione, sarà maggiormente focalizzata sull'attenzione del gestore alle variabili di sostenibilità e all'identità ESG della casa di gestione. In prospettiva, oltre agli ulteriori sviluppi e aggiornamenti della Politica di Sostenibilità e di Impegno e Voto, infatti, vorremmo implementare un'offerta previdenziale il più attenta possibile alle sfide del futuro in tema ambientale e sociale e che cerchi di sod-

disfare sempre più le esigenze degli aderenti più giovani.

Infine, dopo il nostro recente ingresso nell'Associazione Assodire, proseguiamo con le attività di esercizio di voto e di engagement sugli emittenti in portafoglio. Per Fondoposte, infatti, l'iniziativa riveste una particolare importanza strategica considerati gli obiettivi dell'Associazione ed il livello degli investitori che vi partecipano. Questo ci consentirà di potenziare la nostra attività di investitore attivo e responsabile con l'obiettivo di sviluppare una cultura finanziaria più responsabile, trasparente e sostenibile.

Budassi: Previdenza Cooperativa, anche se per i propri comparti di investimento adotta allo stato attuale una politica di investimento coerente con una classificazione ex Art. 6 ai sensi del Regolamento Ue 2019/2088 (SFDR), in virtù della natura di investitore istituzionale, attribuisce particolare rilevanza ai fattori di sostenibilità nel processo di realizzazione dei propri obiettivi statutari.

A tal fine, a partire dal 2021, Previdenza Cooperativa ha sviluppato un preciso percorso metodologico di analisi e approfondimento (oggetto di confronto e condivisione anche con i propri gestori delegati) funzionale a declinare le modalità di integrazione ottimali dei fattori ESG all'interno dei processi di investimento, in coerenza con spirito e contenuti delle disposizioni del legislatore nazionale ed europeo in materia.

Nel corso del mese di febbraio 2023, il Fondo si è dotato di un proprio Documento sulla Politica di Sostenibilità, con lo scopo di definire la strategia che il Fondo intende attuare al fine di integrare gli aspetti di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) all'interno dei propri processi collegati agli investimenti, nell'interesse degli iscritti e in coerenza con la base valoriale e identitaria che Previdenza Cooperativa esprime.

Il Fondo ritiene che la corretta considerazione degli aspetti di sostenibilità possa avere un impatto concreto su performance e comportamenti delle aziende e che la mitigazione dei rischi dell'investimento derivanti da un'attenta analisi della governance degli emittenti investiti, e dai possibili impatti negativi sull'ambiente e sulle società possa contribuire a

migliorare l'offerta d'investimento nei confronti dei propri iscritti. Conseguentemente, il Fondo ha deciso di integrare le tematiche ESG, in maniera strategica, nella gestione finanziaria e di valutazione dei rischi, ritenendole elemento intrinsecamente collegato al dovere fiduciario verso gli aderenti e, più in generale, verso tutti i propri stakeholder.

Coerentemente con tale visione, il Fondo è diventato socio del Forum per la Finanza Sostenibile da luglio 2023 e sta partecipando al Gruppo di Lavoro Engagement 2024, che ha come finalità generale quella di favorire l'avvio di iniziative comuni di engagement diretto con società del panorama nazionale in temi legati alla sostenibilità. Come ulteriore passo del suddetto percorso, nel mese di settembre 2023, Previdenza Cooperativa ha aderito all'iniziativa promossa da Assofondipensione, che oltre a noi conta altri 13 Fondi pensione negoziali aderenti, relativo all'esercizio coordinato del diritto di voto, che avvierà i propri lavori nella stagione assembleare 2024. Coerentemente con le decisioni assunte, il Fondo procederà ad adeguare i propri documenti e ad avviare con i gestori delegati il dialogo necessario alla piena attuazione delle decisioni assunte.

Stefan: Il tentativo di innestare nel processo di investimento valutazioni etiche e visioni politiche si presta inevitabilmente a critiche e contraddizioni. La composizione della normativa in questo ambito prosegue, generando una crescente articolazione e chiamando in causa gli operatori finanziari in un processo di sperimentazione i cui esiti appaiono ancora incerti. Ci sembra, insomma, che serva contribuire a un lavoro complicato, proporzionale alla severità degli obiettivi che la filosofia ESG persegue.

Il cambiamento climatico, tuttavia, non ha pazienza e, nella lentezza dei processi legislativi ed economici, avanza drammaticamente. Con il passare del tempo, crescenti quote di "GDP" vengono erose dai danni ambientali: crescenti quote di "ricchezza", prodotta con la fatica e l'intelletto di ognuno e generata consumando risorse naturali, "evaporano" annualmente, rendendo sempre più costoso correre ai ripari.

Solidarietà Veneto ha abbracciato la filo-

safia ESG ormai da qualche anno: dal 2023 il Fondo è Articolo 8 secondo il Regolamento SFDR dell'UE, così che la gestione del Fondo, escluso il comparto Garantito, è ormai completamente uniformata a criteri di sostenibilità. Non vi sono quindi dubbi sul fatto che la nuova Asset allocation strategica manterrà questa impronta: ci chiediamo piuttosto se, nel 2024 di Solidarietà Veneto, possa vedere la luce un ulteriore avanzamento di tale strategia. Abbiamo infatti la sensazione che il tema climate change, negli anni a venire, andrà ad acquisire ancor più spazio in ambito finanziario, andandosi a consolidare quale "mega trend dei mega trend", capace di offuscare altri temi, anche rilevanti. Con questa visione pensiamo infatti che, se non saranno gli operatori finanziari ad abbracciare questo trend, forse sarà lui ad "abbracciare" loro.

Mariani: L'evoluzione normativa in ambito ESG ha dato senza dubbio un significativo impulso allo sviluppo della cultura della sostenibilità, producendo cambiamenti tuttora in atto nel nostro settore. Rimane tuttavia l'impressione che il legislatore europeo abbia avuto a riferimento il singolo processo di investimento quando ha definito le regole per la trasparenza informativa relativa alle tematiche ESG, trascurando che i Fondi pensione spesso sono organizzati con una struttura multi manager, dove convivono tipologie di attività diverse e tipologie di gestioni diverse: definire obiettivi e indicatori comuni può diventare complesso in presenza di questa eterogeneità. Per quanto riguarda il nostro Fondo pensione con i nuovi mandati che partiranno nel mese di maggio di quest'anno, sarà definito il passaggio all'Art. 8 del SFDR per i comparti Bilanciato e Crescita, dopo che il Garantito è già stato adeguato all'inizio del 2023.

Quindi, è evidente che la componente ESG crescerà di peso nella determinazione delle scelte dei gestori.

Nel 2024, inoltre, per la prima volta il Fondo pensione eserciterà in modo significativo il diritto di voto in un campione ampio e rappresentativo delle aziende in portafoglio, grazie al Progetto dei diritti di voto, coordinato e promosso da Assofondipensione.

Grazie a un brillante quarto trimestre, i Fondi negoziali chiudono il 2023 a +6,96%

Negli ultimi tre mesi dell'anno l'indice BFF - MondolInstitutional è cresciuto del +4,39%, consentendo di marcare la distanza dal Tfr lasciato in azienda (+1,94% nell'anno)

di Barbara Radaelli

I RENDIMENTI DEI FONDI PENSIONE NEL 2023

Fondi pensione negoziali

Indice BFF - MondolInstitutional FPN Generale	6,96%
Indice BFF - MondolInstitutional FPN Azionario	10,00%
Indice BFF - MondolInstitutional FPN Bilanciato Azionario	9,73%
Indice BFF - MondolInstitutional FPN Bilanciato	9,13%
Indice BFF - MondolInstitutional FPN Bilanciato Obbligazionario	7,03%
Indice BFF - MondolInstitutional FPN Obbligazionario Diversificato	4,41%
Indice BFF - MondolInstitutional FPN Monetario	3,66%

Fonte: BFF / MondolInstitutional. Disclaimer: si precisa che gli indici BFF / MondolInstitutional non rientrano nel perimetro della normativa in materia di indici di riferimento (Regolamento UE 2016/1011).

I Fondi pensione negoziali archiviano l'ultimo trimestre del 2023 in territorio positivo, con un rendimento in forte crescita, pari al +4,39%. Il risultato ha beneficiato del rendimento positivo degli ultimi tre mesi dell'anno sia della componente azionaria, con l'indice europeo salito del 7,78% (EuroStoxx in Euro) che di quella obbligazionaria, con l'indice europeo che segna un +7,20% (secondo il Bloomberg EuroAgg Treasury Total Return).

Da inizio anno, in ogni caso, i Fondi negoziali sono cresciuti del +6,96% secondo l'**Indice BFF - MondolInstitutional FPN Generale**, a fronte di una performance del +1,94% del tasso di rivalutazione del Tfr lasciato in azienda (al lordo della tassazione). Nel medio e lungo periodo, guardando agli ultimi 5 e 10 anni, il rendimento dell'Indice BFF - MondolInstitutional FPN Generale si attesta, rispettivamente, a +14,10% e +29,11%.

I Fondi pensione negoziali

Guardando alle diverse tipologie di comparto, il miglior risultato del 2023 è stato conseguito dall'**Indice BFF - MondolInstitutional FPN Azionario** che è salito del +10%. In questa categoria spicca il Crescita di Fondaereo che ha contabilizzato un ritorno del +10,66%, seguito dall'Azionario di Mediafond con un rendimento del +10,64% e la linea Espansione del Fondo Sanità con +9,25%. Seguito dall'**Indice BFF - MondolInstitutional FPN Bilanciato azionario**, che ha messo a segno una performance di +9,73%. In questa categoria il Dinamico di Alifond ha fatto segnare +11,77%, seguito dal Bilanciato azionario di Fopen con +11,62%, dal Crescita di Fonchim (+10,60%), dal Dinamico di Eurofer (+10,52%) e dal

Dinamico di Fon.Te. (+10,19%). Tra le linee facenti parte dell'**Indice BFF - MondolInstitutional FPN Bilanciato**, in rialzo da inizio anno di +9,13%, quelle che hanno ottenuto i migliori risultati sono il Crescita di Fondapi con +11,35%, il Dinamico di Byblos con +10,69%, il Crescita di Cometa con +10,67%, il Dinamico di Solidarietà Veneto (+10,62%) e la Linea dinamica di PrevAer (+9,91%). Con un rendimento nell'intero 2023 pari a +8,43%, il comparto Bilanciato Sviluppo di Priamo si colloca poi al primo posto tra quelli appartenenti all'**Indice BFF - MondolInstitutional FPN Bilanciato Obbligazionario**, che ha generato, nello stesso periodo, una performance del +7,03%. Gli altri due comparti della categoria che hanno ottenuto i migliori risultati sono il Bilanciato obbligazionario di Fopen con +8,35%, il Bilanciato di PreviAmbiente con +8,26%, il Bilanciato di Prevedi con +8,22% e il Crescita di Fon.Te. con +7,89%. Proseguendo, gli obbligazionari diversificati archiviano il 2023 con una performance di +4,41% secondo l'**Indice BFF - MondolInstitutional FPN Obbligazionario Diversificato**: al primo posto si colloca l'Equilibrio di Fondaereo con +8,08%, seguito dal Bilanciato prudenza di Priamo con +6,89%, dal Prudente di Solidarietà Veneto a +6,14%, dal Garantito (White) di Telemaco con +5,79% e dal Garantito di FondoPoste con +5,76%. Infine, l'**Indice BFF - MondolInstitutional FPN Monetario** ha registrato nell'anno da poco concluso una performance pari a +3,66%: i tre comparti a esso appartenenti hanno ottenuto, nell'ordine, i seguenti rendimenti: +4,43% il Garantito di Foncer, +3,80% il Garantito di Fondaereo e +2,90% il Monetario Plus di Cometa.

I RENDIMENTI DEI FONDI PENSIONE NEGOZIALI

Fondo Pensione / Comparto	2023	3 anni	5 anni	10 anni	Fondo Pensione / Comparto	2023	3 anni	5 anni	10 anni
Agrifondo Garantito	4,63%	-1,81%	2,66%	4,98%	Fondo Pensione Quadri e Capi Fiat Reddito	7,35%	-0,62%	15,09%	29,98%
Agrifondo Bilanciato	7,78%	5,30%	16,57%	31,09%	Fondo Pensione Quadri e Capi Fiat Crescita	6,76%	3,78%	21,40%	45,07%
Alifond Garantito	3,56%	-3,89%	-3,36%	-0,39%	Fondo Perseo Sirio Comparto Garantito	3,06%	-1,35%	3,51%	6,19%
Alifond Bilanciato	7,65%	3,66%	18,17%	39,01%	Fondo Perseo Sirio Comparto Azionario	-	-	-	-
Alifond Dinamico	11,77%	11,38%	31,19%	65,09%	Fondo Perseo Sirio Comparto Obbligazionario	-	-	-	-
Arco Garantito	5,25%	-2,69%	1,10%	4,50%	Fondo Sanità Scudo	4,35%	-2,01%	0,53%	4,54%
Arco Bilanciato prudente	7,14%	2,76%	14,83%	33,43%	Fondo Sanità Progressione	6,61%	8,45%	19,61%	31,59%
Arco Bilanciato dinamico	9,46%	5,65%	24,17%	46,69%	Fondo Sanità Espansione	9,25%	8,71%	33,00%	69,62%
Astri Garantito	3,73%	3,36%	5,69%	8,20%	FondoPoste Garantito	5,76%	-1,92%	3,68%	10,04%
Astri Bilanciato	7,00%	-0,10%	13,87%	34,66%	FondoPoste Bilanciato	6,28%	-0,49%	14,90%	37,98%
Byblos Garantito	2,64%	-2,65%	-0,84%	14,93%	Fopen Obbligazionario garantito	3,72%	3,21%	5,93%	8,40%
Byblos Bilanciato	6,45%	2,30%	16,04%	34,94%	Fopen Bilanciato obbligazionario	8,35%	2,92%	16,01%	31,56%
Byblos Dinamico	10,69%	9,12%	33,85%	56,45%	Fopen Bilanciato azionario	11,62%	8,77%	29,57%	50,44%
Cometa Monetario Plus	2,90%	-0,39%	0,51%	1,34%	Laborfunds Linea Garantita	4,01%	2,36%	4,41%	6,24%
Cometa Reddito	6,05%	-1,36%	7,01%	20,37%	Laborfunds Linea Prudente Etica	7,47%	-2,58%	8,32%	29,58%
Cometa Sicurezza 2020	5,90%	-5,65%	-	-	Laborfunds Linea Bilanciata	6,57%	-1,53%	12,39%	35,19%
Cometa Tfr Silente	5,75%	-9,36%	-	-	Laborfunds Linea Dinamica	9,33%	8,02%	33,88%	56,76%
Cometa Crescita	10,67%	2,12%	14,11%	29,26%	Mediafond Garantito	4,87%	-0,67%	4,11%	7,03%
Concreto Garantito	5,44%	-3,31%	1,44%	2,66%	Mediafond Obbligazionario	4,46%	-5,19%	1,67%	13,45%
Concreto Bilanciato	6,40%	1,20%	12,73%	25,98%	Mediafond Profilo Prudente	5,71%	-1,35%	10,29%	26,68%
Espero Garanzia	5,35%	-3,33%	1,68%	3,58%	Mediafond Profilo Stabilità	6,96%	2,54%	19,35%	41,03%
Espero Crescita	6,86%	3,67%	16,59%	32,84%	Mediafond Profilo Dinamico	8,20%	6,48%	28,87%	56,50%
Eurofer Garantito	4,29%	-0,29%	3,98%	6,19%	Mediafond Azionario	10,64%	14,49%	49,21%	90,84%
Eurofer Bilanciato	7,41%	2,09%	14,66%	35,47%	Pegaso Garantito	3,35%	2,95%	5,57%	7,50%
Eurofer Dinamico	10,52%	6,09%	27,78%	60,90%	Pegaso Bilanciato	6,12%	1,86%	12,82%	30,13%
Fon.Te. Conservativo	4,03%	-4,35%	-2,57%	3,79%	Pegaso Dinamico	7,74%	2,90%	21,72%	44,51%
Fon.Te. Sviluppo	6,92%	0,81%	11,88%	26,03%	Prevaer Linea garantita	4,49%	3,68%	6,78%	8,41%
Fon.Te. Crescita	7,89%	1,36%	17,97%	42,14%	Prevaer Linea prudente	5,57%	-5,98%	2,04%	15,23%
Fon.Te. Dinamico	10,19%	8,83%	28,92%	62,43%	Prevaer Linea crescita	7,89%	2,40%	16,52%	36,99%
Foncer Garantito	4,43%	1,33%	2,80%	4,06%	Prevaer Linea dinamica	9,91%	6,55%	25,93%	54,48%
Foncer Bilanciato	6,90%	3,95%	15,60%	35,44%	Prevedi Sicurezza	4,53%	-3,04%	3,60%	6,53%
Foncer Dinamico	8,54%	8,58%	31,06%	60,28%	Prevedi Bilanciato	8,22%	2,48%	17,17%	39,89%
Fonchim Garantito	3,20%	2,67%	4,90%	7,13%	PreviAmbiente Garantito	3,27%	-4,23%	-3,42%	-0,54%
Fonchim Stabilità	7,23%	2,23%	13,24%	28,72%	PreviAmbiente Bilanciato	8,26%	3,99%	14,22%	34,30%
Fonchim Crescita	10,60%	8,93%	25,19%	48,61%	PreviAmbiente Azionario	-	-	-	-
Fondaereo Garantito	3,80%	3,03%	4,88%	6,91%	Previdenza Cooperativa Sicuro	3,54%	-0,09%	1,67%	6,70%
Fondaereo Equilibrio	8,08%	-1,96%	12,96%	36,11%	Previdenza Cooperativa Bilanciato	7,34%	2,93%	-	-
Fondaereo Crescita	10,66%	4,39%	27,03%	59,94%	Previdenza Cooperativa Dinamico	8,54%	5,94%	-	-
Fondapi Garanzia	4,14%	-0,72%	4,07%	11,63%	Previmoda Garantito	4,27%	-4,48%	-3,49%	2,29%
Fondapi Prudente	7,76%	1,75%	15,87%	38,88%	Previmoda Smeraldo - Bilanciato	6,02%	3,34%	16,89%	34,53%
Fondapi Crescita	11,35%	9,09%	28,86%	61,01%	Previmoda Rubino - Azionario	8,02%	6,20%	27,76%	55,19%
FonDemain Garantito	3,56%	2,99%	4,95%	11,42%	Priamo Garantito Protezione	3,79%	2,77%	5,02%	9,09%
FonDemain Prudente	7,34%	0,34%	15,37%	27,70%	Priamo Bilanciato Prudenza	6,89%	3,88%	10,94%	24,84%
FonDemain Dinamico	8,22%	3,07%	25,32%	47,06%	Priamo Bilanciato Sviluppo	8,43%	3,12%	18,20%	37,15%
Fondenergia Garantito	3,90%	3,46%	5,42%	7,97%	Solidarietà Veneto Prudente	6,14%	1,95%	9,94%	20,85%
Fondenergia Bilanciato	6,43%	0,93%	15,96%	33,55%	Solidarietà Veneto Garantito TFR	3,00%	-7,53%	-4,15%	5,89%
Fondenergia Dinamico	9,54%	9,02%	25,62%	46,24%	Solidarietà Veneto Reddito	6,47%	-0,59%	10,17%	24,80%
Fondo Gomma Plastica Conservativo Garanzia	4,33%	1,30%	3,60%	5,79%	Solidarietà Veneto Dinamico	10,62%	7,02%	31,02%	54,76%
Fondo Gomma Plastica Bilanciato	6,46%	-0,12%	14,51%	33,10%	Telemaco Garantito (White)	5,79%	-2,55%	2,72%	10,08%
Fondo Gomma Plastica Dinamico	8,12%	5,73%	26,47%	55,57%	Telemaco Prudente (Green)	6,28%	0,74%	12,78%	28,59%
Fondo Pensione Quadri e Capi Fiat Stabilità	2,49%	1,99%	4,18%	5,65%	Telemaco Bilanciato (Yellow)	7,60%	4,72%	20,96%	41,05%

Dati aggiornati a fine dicembre 2023 sulla base delle informazioni disponibili al 23 gennaio 2024. Fonte: Mondolnstitutional

Una Cassa in continuo sviluppo e dal ruolo sempre più centrale nel sistema Paese

Il nuovo Direttore Generale di Cassa Forense illustra le priorità del suo mandato, l'impegno dell'Ente verso la sostenibilità e le principali iniziative di sostegno agli iscritti

di Stefano Francescato e Stefano Gaspari

La Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense (Cassa Forense) è l'Ente Previdenziale italiano presso cui devono essere obbligatoriamente assicurati tutti gli avvocati italiani iscritti agli Albi forensi. La Cassa garantisce le tutele previdenziali e assistenziali ai professionisti iscritti ed è sottoposta alla vigilanza del Ministero del lavoro e delle politiche sociali, del Ministero dell'economia e delle finanze e del Ministero della giustizia.

// Le priorità che saranno al centro del mio mandato sono stretta funzione della crescente importanza di Cassa Forense nel sistema Paese e dello sviluppo che Cassa Forense sta dando ai servizi che offre ai propri iscritti". **Antonello Crudo**, recentemente nominato Direttore Generale di Cassa Forense (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza Forense), ha illustrato a MondoInvestor le direttrici principali che guideranno la Cassa nel sostegno ai professionisti iscritti e ha ricapitolato l'impegno dell'Ente verso gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile. Crudo ha anche comunicato che l'Ente ha valutato la possibilità di introdurre ulteriori strumenti finanziari d'investimento "per guardare al futuro in modo più efficiente, flessibile e conforme agli obiettivi di lungo termine", con una costante attenzione a mercati privati ed economia reale.

Innanzitutto, lei è stato recentemente nominato nuovo Direttore Generale. Quali saranno le priorità al centro del suo mandato?

Le priorità che saranno al centro del mio mandato sono stretta funzione della crescente importanza di Cassa Forense nel sistema Paese e dello sviluppo che Cassa Forense sta dando ai servizi che offre ai propri iscritti, che sono ormai non solamente limitati all'aspetto previdenziale. Questa maggiore complessità deve essere affrontata semplificando i processi operativi attraverso la loro automazione, che adeguatamente sviluppata consente il giusto equilibrio fra celerità e correttezza del servizio erogato. Non secondaria è l'attenzione alla soddisfazione dell'utenza migliorando i canali e le forme di comunicazione, nonché i servizi di assistenza diretti.

A inizio 2023 comunicavate l'intenzione di ottimizzare la gestione del patrimonio mobiliare della vostra Cassa. Come avete portato avanti questo progetto?

Nella gestione del patrimonio, l'Ente ha valutato la possibilità di introdurre ulteriori strumenti finanziari d'investimento, in particolare potrebbe dotarsi di una SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile) e di una SICAF (Società di Investimento a Capitale Fisso).

Questa ulteriore innovazione potrà rappresentare l'evoluzione nella dotazione di strumenti d'investimento dell'Ente, per guardare al futuro in modo più efficiente, flessibile e conforme agli obiettivi di lungo termine.

Sempre più investitori si stanno concentrando su soluzioni legate ai mercati privati e all'economia reale. Avete intenzione di aumentare l'allocation in tali settori?

Cassa Forense fin dal 2012, con l'investimento nei minibond, è entrata negli investimenti illiquidi: dal 2015 si è dotata di adeguate strutture di investimento e controllo che hanno consentito una crescita degli investimenti alternativi illiquidi che investono nei mercati privati e nell'economia reale.

Questa scelta è stata guidata dalla ricerca di diversificazione, rendimenti più elevati in un contesto di bassi tassi d'interesse, allineamento con obiettivi a lungo termine, maggiore controllo sugli investimenti e protezione da rischi quali l'inflazione.

Questa evoluzione ha di fatto dimostrato una buona adattabilità degli investitori istituzionali in un panorama finanziario in costante mutamento. Oggi il portafoglio di Cassa Forense ha

raggiunto una fase di maturità, la pianificazione degli investimenti è diventata fondamentale in special modo nelle asset class illiquide, basti pensare che il flusso dei richiami che ci attendiamo nel 2024 per investimenti già sottoscritti sarà superiore a 500 milioni di euro.

Cassa Forense ha posto da tempo il tema etico al centro delle proprie linee di indirizzo nella selezione per gli investimenti, con particolare attenzione a due Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite. Avete intenzione di rafforzare ulteriormente il vostro impegno ESG?

Cassa Forense ha adottato una strategia di investimento fortemente incentrata sulla sostenibilità, integrando l'analisi dei fattori ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) in tutti i suoi investimenti, sia liquidi che illiquidi. Questo approccio top down mira a incorporare gli obiettivi di sostenibilità in tutta la gestione del portafoglio.

In particolare, Cassa Forense si concentra su due obiettivi strategici di lungo periodo: l'Obiettivo n. 7, Energia Pulita ed Accessibile, e l'Obiettivo n.13, Lotta al Cambiamento Climatico.

L'analisi dei fattori ESG dell'Ente in una qualsiasi decisione di investimento cerca anche di allontanare la possibilità che ci sia un rischio reputazionale per l'Ente.

Questo rischio può derivare da una varietà di fattori a cui può essere esposto il sottostante dell'investimento, tra cui pratiche commerciali non etiche, danni ambientali, o la mancata conformità a standard sociali o di governance accettabili. Tale rischio può portare a conseguenze negative nonché ad un calo del valore dell'investimento effettuato dall'Ente.

Una solida valutazione ESG può fungere da meccanismo di difesa contro il rischio reputazionale, guidando gli investitori verso scelte che non solo sono finanziariamente sagge, ma che tengono anche conto dell'impatto ambientale, sociale e di governance, promuovendo prassi aziendali sostenibili e etiche.

Infine, su quali direttrici si declina il vostro impegno nel sostegno ai professionisti iscritti?

Il principale sostegno che Cassa Forense fornisce ai propri iscritti è rappresentato dalle prestazioni assistenziali che prevedono un innovativo sistema di welfare attivo volto ad agevolare gli iscritti nell'avvio e nello sviluppo della professione, nella conciliazione lavoro/famiglia e nella tutela della salute, configurandosi tali prestazioni quali efficaci strumenti d'intervento nell'ambito dell'attuale contesto di crisi economica e volti a contrastare le difficoltà che possono ostacolare il progetto professionale degli iscritti.

Gli strumenti utilizzati per realizzare tali interventi sono principalmente i bandi annuali emanati da Consiglio di Amministrazione quali provvedimenti economici in favore degli iscritti e che intervengono nell'ambito della professione, a ristoro delle spese sostenute per la formazione, per l'acquisizione di strumenti informatici per lo svolgimento dell'attività professionale, per l'agevolazione nell'accesso al credito, nell'ambito della famiglia, con interventi sulla genitorialità, in favore di famiglie numerose o monogenitoriali, nell'ambito della salute tramite l'erogazione di contributi per spese di ospitalità per malati lungodegenti o cronici, oppure tramite la stipula di una polizza assicurativa gratuita e collettiva sanitaria per grandi interventi e gravi eventi morbosi.

Ulteriori interventi assistenziali vengono previsti dal Regolamento dell'Assistenza in favore di iscritti con familiari disabili o per favorire l'esercizio della professione di iscritti con disabilità, in caso di erogazioni di contributi in sostituzione della mancata produzione di reddito per malattia o infortunio, in caso di calamità naturale.

Tramite, inoltre, la stipula di apposite convenzioni con primarie società, l'Ente mette a disposizione dell'Avvocatura la possibilità di fruire delle migliori opportunità, a condizioni di particolare vantaggio, per l'acquisizione di beni e/o servizi riguardanti le esigenze sia personali che professionali dei beneficiari.

Le priorità per il 2024 tra mercati quotati, private market e sostenibilità

MondolInvestor ha trattato questi temi con i rappresentanti di quattro Casse di previdenza: Cnpr, Fondazione Enpaia, Eppi ed Enpav

di **Stefano Gaspari e Valerio Magni**

GLI INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI E AZIONARI DELLE CASSE DI PREVIDENZA

Titoli di Stato	15.432
Altri investimenti obbligazionari	4.903
Componente obbligazionaria tramite fondi mobiliari	17.133
Totale investimenti obbligazionari	37.468
Azioni	7.827
Componente azionaria tramite fondi mobiliari	10.314
Totale investimenti in azioni	18.141
Dati in milioni di euro a fine 2022. Fonte: AdEPP.	

Mercati quotati, private market e sostenibilità sono i temi al centro dell'approfondimento che MondolInvestor ha affrontato con quattro rappresentanti di altrettante Casse di previdenza: **Giuseppe Bianco**, Responsabile Ufficio Finanza di Cnpr (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Ragionieri e dei Periti Commerciali), **Cornelio Marco Mereghetti**, Responsabile Direzione Finanza di Fondazione Enpaia (Ente Nazionale di Previdenza per gli Addetti e per gli Impiegati in Agricoltura), **Daniilo Giuliani**, Vice Direttore Generale di Eppi (Ente di Previdenza dei Periti Industriali e dei Periti Industriali Laureati), e **Oscar Enrico Gandola**, Presidente di Enpav (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Veterinari).

Quest'anno quali sono i vostri programmi per gli investimenti in azioni e obbligazioni sui mercati quotati?

Bianco: Nel corso del 2024 la Cnpr proseguirà la strategia, risultata premiante negli ultimi anni, realizzata attraverso due sfere gestionali: da un lato le gestioni patrimoniali implementate attraverso cinque mandati bilanciati di gestione affidati a terzi (al 30 novembre 2023 tali mandati avevano un peso del 43% del patrimonio dell'Ente), e dall'altro la quota del patrimonio detenuto in gestione diretta tramite l'acquisto di strumenti finanziari coerenti con la propria asset allocation strategica. Nel 2023 l'Ente ha destinato 65 milioni di euro (pari a circa il 60% dell'investito) a incrementare la componente obbligazionaria investita tramite gestione diretta (opportunosamente diversificando tra governativo, obbligazionario IG Euro, obbligazionario alto rendimento). Le prime risorse disponibili nel nuovo anno saranno destinate a efficientare la quota di patrimonio gestito direttamente incre-

mentando ulteriormente la quota investita nell'obbligazionario, ma anche destinando parte delle stesse all'azionario e all'asset degli alternativi. Si prevede, in particolare, di potenziare, per un complessivo di 20 milioni di euro, l'esposizione alle classi obbligazionarie del governativo, del corporate Emu e/o globale e dei bond emergenti, oltre che a incrementare, per un complessivo di 20 milioni di euro, l'esposizione all'azionario Europa e/o globale. Tali investimenti saranno effettuati tramite sottoscrizione di quote di fondi Oicvm, colmando, per queste due asset, gli attuali sottopesi tra l'allocation attuale del portafoglio e la strategica approvata lo scorso novembre oltre che, come da sempre nella filosofia dell'Ente, in un'ottica di efficiente strategia, diversificando la fonte di rendimento su più fondi, con particolare attenzione a strumenti finanziari con flussi cedolari idonei a garantire livelli di rendimento attesi in linea con quanto richiesto dal Bilancio Tecnico.

Mereghetti: Sui mercati in Euro e Usd dei titoli sovrani intendiamo procedere a comprare direttamente, anche nella tipologia passiva considerata la liquidità di tutte le emissioni. Su altri mercati soprattutto su high yield preferiamo utilizzare Oicr a distribuzione di proventi che danno maggiore garanzia di distribuzione dei rischi.

Giuliani: Il 2023 è stato un anno caratterizzato da: un riposizionamento del portafoglio su asset class più rischiose quali azionario quotato e infrastrutture, un aumento della componente obbligazionaria ed un efficientamento della redditività della liquidità. In un contesto di cambio di politica monetaria dovuta all'aumento dei tassi da parte delle Banche Centrali, l'Ente ha fronteggiato il tema della liquidità andando ad efficientare la redditività della liquidità del portafoglio. Il lavoro svolto

tramite una gestione attiva in Bot ha fatto registrare una redditività media del 3,31%. Inoltre, la volatilità registrata dall'asset class obbligazionaria, a seguito dei mutati scenari macroeconomici, dell'aumento generalizzato dei tassi, della politica di gestione dell'inflazione da parte delle Banche Centrali e del continuo conflitto Russo / Ucraino che ha inciso sull'economia europea ed in particolare sui Paesi come l'Italia con una forte dipendenza energetica, ha reso opportuno monitorare tale asset class al fine di individuare titoli con rendimenti a scadenza (al netto della tassazione al 12,50%) idonei a coprire il rischio tasso della rivalutazione, ex lege 335/95, dei montanti individuali relativi ai differenti periodi della curva (cd. media quinquennale del Pil italiano). A fine 2022 l'esposizione all'obbligazionario governativo era pari al 26,5%, mentre a fine 2023 il peso ha raggiunto il 30%. Per quanto riguarda l'azionario è stato aumentato nel corso del 2023, infatti si è passati dal 15,7% di fine 2022 al 19,5% del 2023 privilegiando l'azionario globale ed europeo rispetto ai Paesi emergenti. Guardando i prossimi mesi del 2024, monitoriamo la pressione sul lato dell'offerta, basti pensare al recente aumento dei costi di trasporto marittimo. In termini di crescita non vediamo una vera recessione. L'inflazione sembrerebbe stabilizzarsi, ma esistono diverse variabili che potrebbero indicare un aumento dell'inflazione stessa. Riteniamo che le condizioni di politica monetaria e finanziaria e più in generale per l'economia siano più favorevoli per la crescita rispetto a 2/3 mesi fa. Il tutto farebbe presagire una ripresa dell'inflazione eventualmente tra 6 mesi. In questo contesto così variabile seguendo il processo di investimento delineato nei regolamenti della gestione finanziaria l'Ente andrà ad aggiornare la AAS, mantenendo attive le politiche di investimento obbligazionarie tramite i governativi e fondi quotati e la gestione tattica per l'azionario tramite fondi. L'analisi della nuova AAS sarà l'occasione di valutare modifiche di portafoglio al fine di riposizionarlo sul nuovo scenario di mercato.

Gandola: Per fronteggiare il lungo periodo di tassi di interesse prossimi allo zero, che ha caratterizzato gli anni appena

trascorsi, l'Ente ha deciso di adottare una strategia di investimento orientata alla riduzione della duration del comparto obbligazionario, mantenendo una differenza di composizione del portafoglio investito rispetto all'Asset Allocation Strategica, soprattutto per quel che riguarda i comparti denominati in Euro. Tale volontà tattica dell'Ente, legata appunto alla particolare congiuntura dei tassi di interesse dell'area euro (e non solo), si è conclusa nella seconda parte del 2022, quando le politiche restrittive adottate dalle Banche Centrali mondiali hanno reso di nuovo appetibile l'investimento in questo comparto. Sulla scia del nuovo scenario che si andava delineando, il Consiglio di Amministrazione ha deciso di deliberare una serie di investimenti in titoli di Stato governativi e titoli corporate, entrambi denominati in Euro, principalmente su scadenze di breve/medio periodo e meno di lungo periodo, sia in forma diretta che in forma indiretta, attraverso l'utilizzo di fondi target maturity ed Etf obbligazionari a scadenza. In particolare, le operazioni di acquisto sono state le seguenti: a settembre 2022 è stato effettuato un investimento per complessivi 40 milioni di euro di titoli governativi italiani (Btp); a marzo 2023 sono stati selezionati e successivamente investiti fondi obbligazionari Target Maturity per complessivi 25 milioni; a giugno 2023, invece, venivano investiti ulteriori 15 milioni in titoli governativi italiani e 25 milioni in titoli corporate denominati in Euro; a ottobre 2023, infine, sono stati acquistati Etf obbligazionari a scadenza, anch'essi denominati in Euro, per 8 milioni. Alla luce di questi investimenti, l'Ente è riuscito a ridurre notevolmente i sottopesi presenti nel comparto obbligazionario e ad allinearsi sempre più ai pesi indicati dall'asset Allocation Strategica. Permangono ovviamente alcune aree nelle quali è necessario intervenire ed è su queste che l'Ente si è concentrato ad ottobre dello scorso anno, nel momento in cui è stato definito il Piano degli Impieghi per gli investimenti del 2024. I principali sottopesi ancora presenti in portafoglio si riferiscono ai comparti dell'obbligazionario in Euro con scadenza maggiore ai 10 anni e dell'azionario Nord America. Sul primo comparto lo scorso anno non sono stati effettuati investimenti in quanto la

particolare forma della curva dei tassi permetteva di ottenere rendimenti di pari livello con duration più basse. In attesa di un cambiamento del contesto macro, si effettueranno investimenti in forma diretta su scadenze più lunghe, andando a selezionare titoli governativi o corporate Investment Grade. Sul secondo, invece, si investirà quasi sicuramente ricorrendo a strumenti passivi, sia fondi che Etf. Si ritiene infatti che mercati altamente efficienti come quello americano rendano particolarmente difficile la generazione costante di alpha da parte del gestore. Allo stesso tempo, verrà effettuata una revisione della totalità dei prodotti liquidi in portafoglio, con lo scopo di verificare che gli strumenti attualmente investiti abbiano ancora le caratteristiche di "Best in class" che possedevano al momento della loro selezione.

Quali sono le vostre prerogative sul fronte degli investimenti nei private market?

Bianco: Nell'ambito del private market, la Cnpr, anche in considerazione della nuova allocazione strategica che ha confermato anche per il 2024 la quota di patrimonio mobiliare investito nella classe di "Alternativi Illiquidi" del 12%, concluderà nel 1° trimestre 2024 l'implementazione dell'allocazione nel private debt, sotto classe degli alternativi illiquidi, con un investimento complessivo in tale classe di circa 35 milioni, con una opportuna diversificazione di strategia geografica tra Italia ed Europa. Il private debt può rappresentare una interessante strategia mirata a generare rendimenti "non correlati" con le tradizionali "asset class" (azioni, obbligazioni, ecc.), capace quindi di muoversi in maniera autonoma rispetto agli andamenti dei mercati finanziari, offrendo una maggiore diversificazione, migliorando i rendimenti adeguati al rischio e agendo da ammortizzatori durante le fasi di turbolenza dei mercati. Relativamente alle infrastrutture, l'Ente ha acceso un focus su tale asset già negli scorsi anni quando, analizzando il quadro del mercato dei fondi infrastrutturali italiani ed europei, si evidenziava una accresciuta propensione all'investimento in infrastrutture, per motivazioni di crescita economica in atto, di risorse afferenti al PNRR ma anche per

i dati di performance relativi ai fondi lanciati nell'ultimo decennio con una redditività netta oltre il 10% in termini di tasso interno di rendimento (Irr netto percentuale). Tali motivazioni hanno convinto la Cnpr a finalizzare tra il 2022 e il 2023 investimenti per euro 60 milioni attraverso sottoscrizioni di "Fia" specializzati sulle infrastrutture con focus geografico Italia ed Europa e focus settoriale diversificato (infrastrutture sociali, digitali, a supporto della transizione energetica, utilities rinnovabili, investimenti in sanità e silver economy) privilegiando player di mercato con track record, team di gestione, processo di investimento ben consolidati: l'Ente non prevede per il 2024 di effettuare ulteriori investimenti in tale asset. Ulteriori risorse, a completamento del piano di investimenti del 2024, saranno poi destinate nel corso del secondo e del terzo quadrimestre dell'anno a efficientare il portafoglio attraverso l'individuazione di ulteriori fonti di maggiore rendimento nei mercati azionari, obbligazionari e di strumenti alternativi senza dimenticare la prosecuzione dello sviluppo delle logiche e tematiche della sostenibilità.

Mereghetti: Le nostre gestioni sono sostanzialmente a peso sui Fia ma il portafoglio comincia a produrre rimborsi di capitale quindi siamo in fase di allocazione anche se più moderata. Continuiamo a prediligere prodotti sulle infrastrutture o sul debito infrastrutturale sia per un tema strategico sia perché si tratta di strumenti che sono normalmente a distribuzione di proventi. L'aumento dei tassi di interesse comunque impatta molto sulle decisioni future di investimento nei FIA poiché l'illiquidità di questi strumenti non colma in questa fase il premio di rendimento che normalmente producono, inoltre aspettiamo a vedere gli effetti degli aumenti dei tassi sui Nav del 2023 e 2024 per valutare l'impatto che si è avuto sulle valutazioni degli asset.

Giuliani: Nel primo bimestre del 2024 l'Ente svolgerà la consueta analisi ALM al fine di individuare la AAS ed il piano di convergenza. In tal modo sarà possibile individuare eventuali gap tra allocazione attuale e quella strategica, sia nel portafoglio liquido che illiquido. In merito a quest'ultimo, l'attività dell'Ente è iniziata nel 2018. Il portafoglio illiquido risultava

fortemente concentrato a livello di gestore e orientato alle strategie di nicchia con un alto potenziale di redditività. Nel corso dello stesso anno, l'Ente ha sottoscritto un'importante commitment di 80 milioni di euro da investire in private equity con l'obiettivo di creare un portafoglio strutturato e ben diversificato, precedentemente composto da un singolo investimento.

Nel corso dei successivi anni, l'Ente ha attenzionato l'asset class immobiliare con un processo di graduale riduzione dell'esposizione all'asset class. Si pensi che solo nel corso del 2022 l'esposizione è diminuita più dell'8%. Liberate le risorse necessarie, in conformità all'asset allocation strategica, nel corso del 2023 l'Ente ha deciso di aumentare la componente infrastrutturale. Come per il private equity, anche per le infrastrutture, il portafoglio dell'Ente era fortemente concentrato a livello regionale su alcune nicchie del settore.

L'Ente ha pertanto ritenuto che gli investimenti presenti in portafoglio all'interno di tale asset class, da soli, non riuscissero ad esprimere a pieno le potenzialità di questa classe di attivo che, se diversificata appropriatamente per settori, aree geografiche e tipologia di rischio (debt; core; core +; value add) produrrebbe un miglioramento in termini di efficienza del profilo rischio/rendimento di un portafoglio finanziario come quello dell'Ente. Quindi, nel corso del mese di luglio 2023 si è ritenuto necessario avviare un procedimento di selezione per incrementare l'esposizione all'asset class infrastrutturale sia attraverso una diversificazione per tipologia di attivo, con l'introduzione di un investimento globale nel debito infrastrutturale, sia a livello di settori, vintage e geografie con l'introduzione di tre fondi di equity infrastrutturali europei/globali. Per quanto riguarda l'Italia, si è ritenuto opportuno incrementare l'esposizione al settore delle energie rinnovabili e della transizione energetica che è al centro dei progetti strategici del nostro Paese nel breve e medio/lungo periodo. Ad oggi, dei 70 milioni di impegno sono stati richiamati circa 40 milioni di euro. Per i prossimi mesi in occasione della AAS saranno individuati eventuali maggiori spazi di investimento in private equity, infrastrutture ed

eventualmente rientrare nell'immobiliare.

Gandola: L'Enpav ha sempre ritenuto che le caratteristiche tipiche degli investimenti in private market li rendano un utilissimo strumento di diversificazione nelle strategie di gestione degli investimenti. In particolare, i periodi di investimento medio/lunghi, la bassa volatilità delle quotazioni, determinata dall'assenza di un mercato ufficiale di riferimento, i più elevati rendimenti e molto altro, rappresentano importanti soluzioni per investitori di lungo periodo come le casse previdenziali. L'Ente ha deciso di destinare a questi investimenti un peso in Asset Allocation Strategica pari al 7%. Nel corso del tempo sono state implementate diverse strategie: private equity e private debt (fondi di fondi, multi asset), soprattutto, ma anche fondi infrastrutturali e venture capital. Negli ultimi anni, l'asset class ha rappresentato anche un'ottima alternativa ad investimenti più tradizionali, incapaci di garantire la giusta remunerazione (vedi il comparto obbligazionario, caratterizzato da tassi prossimi allo zero). Purtroppo, la forte correzione che i mercati liquidi hanno subito nel corso del 2022, ha fatto emergere in maniera troppo elevata il peso che la componente illiquida ha oggi in portafoglio (effetto denominatore). Attualmente il peso dell'Alternativo (nel quale classifichiamo questa tipologia di investimenti) supera i limiti imposti dai nostri modelli di risk management e per questo motivo il Consiglio di Amministrazione ha dovuto imporre un blocco a qualsiasi nuova selezione. La speranza è che i costanti flussi in entrata generati dai contributi versati dagli iscritti e un mercato finanziario favorevole consentano un rientro di tale situazione in tempi brevi permettendo, di conseguenza, di tornare ad investire nuovamente nei private market. I settori cui sicuramente si guarderà con maggiore attenzione sono quello infrastrutturale, (in particolare quei fondi focalizzati sul processo di transizione energetica) e del private debt, ma anche quello del private equity secondario.

Su cosa vi concentrerete in particolare modo nel corso del 2024 sul fronte della sostenibilità?

Bianco: L'Ente, seppure nella consapevolezza che il tema degli investimenti soste-

nibili è complesso e attualmente presenta un quadro normativo in continua evoluzione, già dal 2022 implementa strategie per il raggiungimento dell'obiettivo della sostenibilità secondo un approccio graduale nel tempo. Gli investimenti della Cnpr, sia quelli in delega sia quelli effettuati direttamente, hanno già una componente di investimenti sostenibili a testimoniare che il processo di convergenza verso investimenti strutturalmente sostenibili che siano quantificabili e misurabili è già partito e andrà avanti, seppure in maniera graduale. Nel 2023 la Cnpr ha ulteriormente accelerato il processo di integrazione dei criteri di sostenibilità ESG all'interno dei processi decisionali e operativi relativi agli investimenti attraverso l'adozione di un documento di Politica di Sostenibilità. La strategia che l'Ente prevede di adottare è comprensiva di: filtri di esclusione, norms based screening, best in class selection, integrazione e focus tematico ESG, impact investing. Il documento sarà parte integrante del processo di selezione di investimenti dell'Ente: a orientare le scelte di investimento finalizzati direttamente dalla Cnpr contribuirà anche la valutazione di elementi quali presenza di policy ESG nel processo di investimento e gestione del portafoglio da parte delle Sgr dei FIA, sottoscrizione/adesione a standard internazionali da parte delle Sgr di tali Fia, predisposizione di reporting ESG da parte delle Sgr di tali Fia, classificazione dei prodotti ex EU Reg.2019/2088 (SFDR Regulation) tra Art.6, Art.8, Art.9.

Mereghetti: Continuiamo a utilizzare il metodo delle esclusioni perché la verifica della effettiva ottemperanza alle normative ESG è molto difficile da perseguire e non vi sono garanzie univoche che gli intermediari non attuino politiche di greenwashing. Continuiamo a credere che la valutazione di investimenti con caratteristiche ESG sia fondamentale e sia una strada obbligata soprattutto per chi gestisce patrimoni sul lungo termine, tuttavia siamo molto disorientati dalle notizie controverse e in alcuni casi anche molto negative che emergono da un'analisi approfondita delle politiche commerciali effettuate da alcuni intermediari finanziari.

Giuliani: L'Ente, già dallo scorso anno, ha implementato una reportistica ESG, al fine

di comprendere come la gestione e i gestori selezionati si avvicinano a tali temi. L'Ente considera la salute del nostro pianeta profondamente intrecciata alla stabilità e alla crescita economica. In relazione agli Accordi di Parigi, nonostante la loro natura non vincolante, molti Paesi hanno inserito tali impegni sul clima all'interno delle loro legislazioni nazionali, che sono legalmente applicabili. Questo, nonostante qualche contraccolpo politico accaduto negli ultimi mesi, c'è un impegno che rimane forte ed integrato nei quadri giuridici delle nazioni, che guida l'azione collettiva per un futuro sostenibile. Purtroppo, la crescente pressione sulle politiche climatiche spiega in parte il contraccolpo degli Stati Uniti in relazione alle politiche ESG. Ad oggi l'Europa ha invece un approccio propositivo e sta cercando di regolamentare gli investimenti sostenibili.

Più in generale il mercato globale continua a movimentare flussi di denaro verso gli investimenti ESG. Riteniamo importate elezioni negli Stati Uniti saranno probabilmente cruciali per il futuro dell'ESG. L'Ente ritiene essenziale distinguere tra il semplice greenwashing e gli attori realmente impegnati. La richiesta di pratiche e normative ESG solide e disciplinate rimane forte, soprattutto in Europa, dove gli investitori cercano approcci affidabili e conservativi senza eccessive promesse. L'impegno dell'Ente è monitorare l'evoluzione della normativa al fine di identificare un'unica modalità di valutazione internazionale. Circa il 54% del portafoglio di EPPI è coperto da score di sostenibilità/ESG, tuttavia, ad oggi non è possibile utilizzare una metodologia di scoring univoca (nel 2022 la copertura si fermava al 46%).

Per gli strumenti con sottostante titoli di Stato è possibile utilizzare un climate score per attribuire un punteggio ad ogni nazione. Per quanto riguarda invece gli Oicr non governativi, è invece possibile dare un punteggio ai singoli aspetti ambientali, sociali e di governance sia per i sottostanti di un fondo sia per il fondo a livello aggregato. Per gli Oicr non governativi il portafoglio ha raggiunto un score ESG del 74/100, contro uno score del 66/100 del 2022 registrando un migliora-

mento non solo a livello aggregato ma anche per i singoli aspetti ambientali (80/100), sociali (73/100) e di governance (68/100). Per gli Oicr governativi il climate risk score a fine 2023 è pari a 91/100 sostanzialmente invariato rispetto al 2022, anche in termini di carbon transition, power sector transition e climate policy score. In conclusione, l'impegno dell'Ente rimane quello di seguire politiche ESG con la promessa di accrescere nel tempo l'esposizione in termini di investimento, nell'attesa di una normativa univoca internazionale.

Gandola: La sostenibilità degli investimenti rappresenta sicuramente un tema cruciale nel panorama finanziario, riflettendo la crescente consapevolezza ambientale e sociale sia dal lato dell'offerta che della domanda di strumenti di investimento. Gli investitori stanno sempre più integrando i criteri ESG nelle loro decisioni di investimento per mitigare i rischi associati a pratiche non sostenibili e contribuire a un impatto positivo. L'Enpav non ha ancora strutturato politiche attive nella selezione degli investimenti che mirano a considerare impatti positivi su questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) oppure nelle attività di engagement e così via, ma questo non vuol dire che non si tenga conto di questi principi nelle attività di gestione del patrimonio. Nella selezione dei prodotti gestiti, infatti, si guarda con particolare attenzione a prodotti che si ispirano in mondo esplicito ai principi ESG, prediligendo strumenti che, in base al Regolamento SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), siano classificati come art. 8 o art. 9. Tali scelte, però, non possono andare in contrasto con le indicazioni di rischio/rendimento che sono stabilite dall'Asset Allocation Strategica di cui l'Ente si è dotato, che rimane il punto di riferimento primario con il quale definire le strategie di investimento da implementare.

Nel 2024 è previsto un approfondimento delle tematiche di sostenibilità degli investimenti, che coinvolga sia gli organi decisori che le strutture operative dell'Ente, con l'obiettivo di avere una maggiore consapevolezza dei loro risvolti, positivi o negativi, e valutare una loro integrazione strutturale nei processi di investimento e di gestione del patrimonio.

Casse: obbligazioni e fondi alternativi al centro delle attenzioni anche nel 2024

Le previsioni di investimento per quest'anno di Fondazione Enpam, Enpacl, Enpav e Inpgi sulla base dei bilanci previsionali degli stessi Enti

di **Stefano Gaspari e Valerio Magni**

DISTRIBUZIONE DELLE ATTIVITÀ DELLE CASSE DI PREVIDENZA PER MODALITÀ DI GESTIONE

Attività gestite indirettamente	14.592
Attività gestite tramite fondi e polizze assicurative	54.218
Attività gestite direttamente	34.954
Totale	103.764

Dati in milioni di euro a fine 2022.
Fonte: AdEPP.

Le obbligazioni e i fondi alternativi di private market restano al centro delle attenzioni anche per il 2024. È il dato che emerge, tra altre indicazioni, nella seconda puntata (dopo quella pubblicata su MondInvestor nr. 236 di dicembre 2023) dell'analisi dei bilanci previsionali, con le previsioni di investimento di altre quattro Casse di previdenza.

Nuovi investimenti in beni reali e richiami dai fondi di private market per Enpam

La **Fondazione Enpam** (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri) sottolinea in una nota che "l'anno prossimo la Fondazione vedrà ufficialmente gli effetti della prevista gobba pensionistica, che sarà affrontata con le risorse accantonate per questa ragione negli anni precedenti". Per il 2024, a fronte di un disavanzo del saldo previdenziale ipotizzato in circa 591 milioni di euro, infatti, l'Ente prevede un risultato della gestione negativo per soli 84 milioni di euro in totale. Un andamento frutto anche degli investimenti patrimoniali che dovrebbero far segnare un avanzo di circa 628 milioni di euro. "Il patrimonio investito deve servire finanziariamente a sostenere il pagamento delle pensioni non solo nel segno della competenza economica ma anche nello sbilanciamento di cassa tra pagamento delle prestazioni e l'incasso effettivo dei contributi", si legge nel bilancio di previsione. Il settore finanziario è quindi chiamato a generare cassa (da redditività e alienazioni) per circa 1,1 miliardi nel 2024. "Tale deflusso è in parte dovuto al persistere dello sfioramento, generatosi nel 2023 dalla vendita del portafoglio immobiliare diretto (operazione Project Dream) che ha portato il portafoglio reale sotto il limite minimo del 25%, che deve essere

ancora recuperato e che quindi comporta nel 2024 investimenti di circa 390 milioni". La maggior parte del deflusso, in ogni caso, è dovuto alla necessità di cassa della Gestione Previdenziale, sottolinea la Fondazione. Il portafoglio finanziario, di conseguenza, deve essere riposizionato adeguatamente per mantenere quelle caratteristiche di liquidità necessarie a servire con serenità le richieste di cassa provenienti dalle aree operative della Fondazione, sottolinea l'Ente. Per farlo, Enpam prevede di utilizzare la liquidità costituita dal comparto obbligazionario governativo breve termine, e gli alti tassi giocano a favore alla costruzione del portafoglio di copertura. Inoltre, per far fronte a queste rimodulazioni di portafoglio, Enpam avvierà specifiche selezioni per quel che riguarda i mercati quotati, sviluppando inoltre le logiche e le tematiche della sostenibilità che l'Ente sta introducendo. Nei private market, i programmi di investimento sono già ben dimensionati rispetto alle esigenze di liquidità richiesti e in particolare proseguirà la costruzione dei vintage 2023 e 2024 nel private equity e nel private debt, ponendo particolare attenzione ai profili dei flussi di cassa futuri. Per il futuro, Enpam prevede che "il portafoglio di private market potrebbe contribuire in modo sostanziale (oltre il 55% in media) alla copertura parziale del saldo negativo dei flussi previdenziali attesi con flussi netti positivi a partire dal 2026 con un picco nel 2030 di circa più 600 milioni (per un totale aggregato di flussi netti positivi di oltre 4,5 miliardi di euro nell'arco del piano 2023/2042). Per tale motivo la prosecuzione negli anni di tali programmi permetterebbe una decisa mitigazione del rischio di liquidità del flusso previdenziale".

Più in generale, "una parte degli investimenti potrà essere investita con la logica

mission related, cioè nel portafoglio istituzionale con obiettivi focalizzati nel settore delle professioni sanitarie di riferimento e/o nel Sistema Italia, coerentemente con i limiti ed i requisiti previsti per questo tipo di allocazioni”, specifica poi Enpam. In concreto, il piano di investimento per il 2024 ammonta a 1,1 miliardi di euro, di cui 471,3 milioni saranno dedicati a nuovi investimenti immobiliari e infrastrutturali e 633 milioni a nuovi investimenti finanziari, facendo riferimento ai richiami dei fondi di private market già esistenti nel portafoglio della Fondazione.

Enpacl punta sui governativi a media scadenza e guarda ai FIA

Enpacl (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Consulenti del Lavoro) stima di chiudere il 2024 con un avanzo economico pari a circa 74 milioni di euro, grazie a un avanzo di quasi 68 milioni di euro da parte della gestione previdenziale e assistenziale. Il patrimonio investito al 30 settembre 2023 ammonta a 1.323 milioni di euro a valori di mercato, composto per il 79,34% da investimenti mobiliari e per il 20,66% da investimenti immobiliari. Più nel dettaglio, la quota obbligazionaria è pari al 29,28%, quella alternativa al 24,11%, quella azionaria al 23,6% e quella di liquidità al 2,35%.

“Il vettore 2024 dell’AAS prevede il mantenimento della generale prudenza rispetto ai mercati azionari ed obbligazionari emessi da imprese, la scelta tattica di sovrappeso sui governativi media scadenza (in particolare i Btp decennali) e l’attenzione verso gli attivi decorrelati rappresentati dai FIA, sia mobiliari che immobiliari, peraltro strumenti chiave di supporto alla crescita economica del Paese”, si legge nel bilancio di previsione 2024 di Enpacl. In concreto, i piani della Cassa elencati nel documento prevedono di proseguire con gli investimenti tattici nell’obbligazionario governativo in particolare nel segmento decennale, a tasso fisso, con obiettivo redditività a scadenza; aumentare, sempre tatticamente, l’obbligazionario societario euro investment grade e l’azionario, preferibilmente Usa e Giappone; aumentare la diversificazione nell’ambito degli investimenti mobiliari alternativi, inserendo anche temi di private debt e proseguendo con la diversifi-

cazione per aree geografiche e per destinazione d’uso dell’immobiliare; mantenere un livello di duration comparabile all’attuale; completare la revisione strategica del comparto flessibile, puntando sullo strumento degli Etf ESG; alla luce della ripresa della redditività degli attivi meno rischiosi, si conferma per la linea flessibile la logica multi asset globale che, all’interno, prevede strumenti passivi per dare la priorità alla logica gestionale attiva sulla scelta delle esposizioni alle classi di attivi individuate tatticamente dal gestore; mantenere bande di oscillazione per la gestione tattica dei fondi alternativi (mobiliari e immobiliari) da utilizzare per i nuovi investimenti in FIA legati alle esigenze istituzionali del PNRR.

Per quel che riguarda la sostenibilità degli investimenti, Enpacl fa inoltre sapere che le valutazioni ESG del portafoglio hanno ottenuto uno score medio pari a 76,2, in miglioramento rispetto al 74,2 registrato nel 2022. Anche i KPI individuati per gli investimenti non liquidi registrano una predominanza di segni positivi, in miglioramento rispetto al 2022. Questo porta la Cassa ad avere circa il 96,5% degli asset con uno score ESG classificato come buono o molto buono, rispetto al 90% della rilevazione dell’anno precedente.

Enpav ridurrà i gap rispetto all’Asset allocation strategica

Enpav (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Veterinari) approvando il bilancio preventivo 2024, ha sottolineato che a caratterizzare questo bilancio sono tre fattori principali: l’inflazione, l’andamento dei redditi dichiarati dagli iscritti e la gobba pensionistica: “L’impennata dei tassi di inflazione si riflette sia sulle entrate contributive, sia sulle uscite per prestazioni pensionistiche, con un valore che per il 2024 si attesta sull’8,8%, a fronte di una rivalutazione che negli ultimi anni è stata vicino allo zero o di poco superiore. Un sistema, come quello dell’Enpav, caratterizzato dal metodo di calcolo delle pensioni di tipo retributivo, è particolarmente sensibile all’andamento dell’inflazione, e, se da una parte genera un aumento dei flussi contributivi, dall’altro restituisce l’inflazione sotto forma di aumento dei fattori che incidono sul calcolo della pensione”, si legge in una nota dell’Ente.

Grazie al permanere di tassi di interesse molto alti nel corso dell’anno, l’Ente ha potuto proseguire nel processo di riallineamento dei pesi della componente obbligazionaria in Euro rispetto a quelli previsti dall’Asset allocation strategica, approvata a fine 2022. Gli sforzi si sono concentrati nell’acquisto di importanti pacchetti di obbligazioni governative (Btp), in parte legate all’inflazione, nonché di obbligazioni corporate investment grade. Una parte delle risorse disponibili sono state impiegate, invece, nella sottoscrizione di prodotti del risparmio gestito che investono sempre nel comparto obbligazionario (in questo caso anche high yield) di tipo target maturity. Sul fronte del mercato immobiliare sono proseguite le attività di monitoraggio, selezione e investimento sia per quanto riguarda immobili diretti che fondi immobiliari.

A fine anno le disponibilità stanziare dal Piano degli Impieghi 2023 risultano essere completamente impiegate. Per il 2024, sottolinea poi Enpav, “l’approccio sin qui seguito dall’Ente di privilegiare una ampia diversificazione dell’investimento azionario con una impostazione prevalentemente geografica, non desta particolari preoccupazioni nonostante i segnali non certamente ottimistici, ma neanche pessimistici che giungono da questo comparto e che fanno ipotizzare una normale volatilità e rendimenti ridotti in valore assoluto. Sul fronte del mercato obbligazionario, gli alti tassi di rendimento (che non dovrebbero scendere sensibilmente nel corso del prossimo anno) lasciano ipotizzare rendimenti interessanti grazie alla componente cedolare, senza tuttavia un significativo contributo in termini di crescita dei prezzi delle obbligazioni. L’aspettativa è quindi quella di un contributo reddituale positivo da parte del mercato obbligazionario che non sarà tuttavia sufficiente a compensare le gravi perdite riportate nel 2022”.

In concreto, l’analisi dei flussi di cassa dell’Ente, relativamente all’anno 2023, ha stimato una somma disponibile per investimenti pari a 115 milioni di euro, di cui 28 milioni saranno dedicati agli investimenti immobiliari e 87 milioni a quelli mobiliari. Enpav prevede di effettuare scelte di investimento che favoriranno una riduzione dei gap tra allocazione corrente

e Asset allocation strategica, in particolare dall'analisi delle posizioni si evidenzia che l'investimento immobiliare assume un peso del 28,4%, solo leggermente sovrappesato rispetto al target strategico (+1,4%); il monetario presenta un peso assai elevato, destinato a decrescere a seguito della politica d'investimento; l'obbligazionario risulta sottopesato nella componente a breve (-1,7%) e medio / lungo termine (rispettivamente -2,2% e -3,4%), così come l'azionario Nord America (-3,3%), l'alternativo (diverso dal real estate) presenta un sovrappeso del +4,1%.

Inpgi investirà 75 milioni nel 2024

I bilanci di assestamento 2023 e quello

preventivo 2024 dell'**Inpgi** (Istituto Nazionale di Previdenza dei Giornalisti Italiani "Giovanni Amendola") mostrano la continua crescita della Gestione con il conseguente aumento della riserva tecnica che nel 2024 si attesterà a 867 milioni di euro. L'avanzo di gestione previsto per il 2024 è pari a 44,9 milioni di euro, in aumento di 2,1 milioni rispetto all'assestamento 2023.

"L'importo complessivo degli investimenti da effettuare, tenuto conto del fabbisogno di cassa di inizio esercizio, delle risultanze del bilancio di previsione, dei movimenti in conto capitale e del fabbisogno di cassa di fine esercizio, è determinato in 75.250 migliaia di euro", si legge nel bilancio preventivo 2024 dell'Ente.

Nel dettaglio, 75 milioni di euro verranno investiti secondo quanto indicato dall'Asset allocation strategica deliberata dal Cda, come previsto dal piano triennale di investimento della Cassa. Inoltre, 250 mila euro riguarderanno la concessione di prestiti: "Allo scopo di diversificare ulteriormente gli impieghi, l'Istituto ha stabilito di destinare l'importo di cui sopra alla concessione di prestiti fruttiferi ai propri iscritti. Il Regolamento per la concessione dei prestiti stabilisce, infatti, una serie di norme cautelative atte a limitare il rischio di insolvenza da parte degli iscritti nonché a delimitare con precisione i requisiti di accesso a tale forma di finanziamento al fine di garantire all'Istituto un rendimento ai livelli di mercato", spiega Inpgi.

LE PRINCIPALI VOCI DI BILANCIO DELLE CASSE DI PREVIDENZA ANALIZZATE

FONDAZIONE ENPAM

Piano di investimento 2024

Nuovi investimenti in beni reali (Immobiliari e infrastrutture)	471,3 mln
Nuovi investimenti finanziari	633,2 mln

Portafoglio finanziario al 31 agosto 2023*

Liquidità	321,4 mln
Azioni	3.034,2 mln
Titoli Governativi	6.627,6 mln
Titoli Aziendali	3.190,3 mln
Fondi	6.165,9 mln

* valorizzazione di mercato eccetto alcune attività illiquide prezzate al 30 giugno o 31 marzo

ENPACL

Patrimonio investito*

Patrimonio mobiliare	79,34%
Cash	2,35%
Bond	29,28%
Equity	23,60%
Alternativi	24,11%
Patrimonio immobiliare	20,66%
Immobili diretti	2,72%
Fondi immobiliari	17,94%

*Dati al 30 settembre 2023 riferiti a un totale di 1.323 milioni di euro a valori di mercato

ENPAV

L'asset allocation strategica

Liquidità	4,0%
Obbligazionario globale	7,0%
Obbligazionario Paesi emergenti	3,0%
Obbligazionario UME < 3 anni	5,0%
Obbligazionario UME 3-5 anni	5,0%
Obbligazionario UME 5-10 anni	9,0%
Obbligazionario UME > 10 anni	10,0%
Azionario Europa	7,0%
Azionario Nord America	12,0%
Azionario Pacifico	2,0%
Azionario Paesi emergenti	2,0%
Alternativo (diverso dal real estate)	7,0%
Real estate	27,0%

Il 2024 sarà un anno molto complesso a livello geopolitico e macroeconomico

ALFA SCF ritiene che la selezione sarà cruciale nell'investimento azionario, mentre per le allocazioni obbligazionarie peseranno le aspettative sui tassi

di Marco Degrada

ALFA SCF è una Società di Consulenza Finanziaria indipendente nata nel 2016 dall'unione di due società storiche del settore: ADB e Lupotto & Partners. Iscritta all'Albo Unico dei Consulenti Finanziari fin dalla nascita della sezione dedicata alle SCF, ALFA si rivolge a clienti privati e investitori istituzionali.

L'anno da poco iniziato si annuncia tutt'altro che facile. Il rischio geopolitico, in costante ascesa, potrebbe subire ulteriori accelerazioni, anche per effetto delle diverse tornate elettorali attese, incluse le presidenziali Usa a fine anno, e potrebbe avere degli impatti negativi a livello macroeconomico. Quest'anno, secondo **Andrea Plevna** e **Mario Allegra**, rispettivamente, Amministratore Delegato e Responsabile Investimenti di ALFA SCF, sul fronte degli investimenti azionari, vista la grande dispersione di utili e performance, a fare la differenza sarà la selezione, mentre a livello obbligazionario, anche se si registrano rendimenti attraenti in diversi segmenti, l'incognita della crescita economica invita alla cautela.

Siamo appena entrati nel 2024 con un panorama contraddistinto da forti tensioni geopolitiche. Cosa vi aspettate a livello macroeconomico nel corso di quest'anno? Quali sono i principali rischi che gli investitori devono monitorare?

Il 2024 sarà un anno molto complesso. Le tensioni geopolitiche e i dati macroeconomici sono solo in parte correlati tra loro perché non sempre le conseguenze del primo possono influenzare il secondo e portare ad un aumento generale dei rischi. Andiamo per ordine. Sul fronte geopolitico le tensioni molto probabilmente aumenteranno perché gli appuntamenti elettorali di quest'anno sono molto importanti sui delicati equilibri di forza mondiali. Primo tra tutti certamente l'ultimo appuntamento dell'anno, quello delle presidenziali americane, che dovranno in qualche modo fornire delle risposte alla profonda crisi identitaria che sta vivendo oggi l'America. Una delle risposte è proprio quella del ruolo degli Stati Uniti nel mondo, ruolo sempre più

sfidato dall'esterno e sempre più contestato dall'interno. Non di minore conto saranno le elezioni in Russia, in Ucraina (se si terranno) e le recenti elezioni a Taiwan. Il rischio geopolitico, in costante ascesa, potrebbe subire delle accelerazioni in caso di estensione del conflitto in Medio Oriente al Libano, che significherebbe il coinvolgimento più diretto dell'Iran. Le conseguenze sui mercati nei casi appena elencati sono di natura inflattiva, per cui nel 2024 potremmo assistere a una inflazione più resiliente del previsto. Spostandoci quindi a livello macro, i dati da monitorare sono quelli da cui dipende la politica monetaria, ovvero l'inflazione e il mercato del lavoro, perché a esso è legata l'inflazione salariale.

I rischi per gli investitori per il 2024, soprattutto per la prima parte dell'anno, derivano dalle aspettative di un taglio dei tassi, al momento molto elevate, ma che potrebbero essere disattese in caso di dati particolarmente resilienti in America. Nella seconda metà dell'anno la politica monetaria dovrebbe diventare maggiormente accomodante e meno dipendente dai dati macro, per arrivare alle elezioni con il sistema finanziario più stabile possibile.

Negli ultimi mesi, il mercato azionario ha registrato un significativo rally sulla scia del ribasso dell'inflazione e delle aspettative di un taglio dei tassi d'interesse. Ci sono ancora margini di crescita?

I mercati azionari sono saliti molto nel 2023 e soprattutto negli ultimi due mesi dell'anno, da quando le aspettative su un taglio dei tassi nel 2024 hanno iniziato a crescere, per poi trovare conferma nelle intenzioni della Fed. Conseguentemente al rally, le valutazioni azionarie sono tornate nella parte alta del range: il mercato azionario americano, ad esempio, è

abbastanza caro con l'S&P 500 che quota circa 21 volte gli utili e il Nasdaq circa 30 volte. Il premio per il rischio, inteso come spread tra rendimento del decennale Usa e rendimento azionario (dividend yield) dell'indice MSCI World è sui minimi degli ultimi 15 anni. Tuttavia, a livello di utili previsti per il 2024, c'è ancora un largo consenso di ulteriore crescita nei prossimi 12 mesi. Importante sarà capire quanto queste stime siano confermate a livello di trimestrali, la stagione di pubblicazione dei dati del quarto trimestre e in generale del 2023 è appena iniziata.

Ancora di più sarà fondamentale seguire le previsioni aziendali per il 2024 per capire quanto il consenso degli analisti rispecchi la realtà. Uno scenario di tassi in discesa e di utili in crescita potrebbe spingere gli indici verso nuovi massimi. Ci attendiamo però grandi dispersioni di utili tra settori e aree geografiche, che in parte rispecchiano la dicotomia a cui stiamo assistendo nei dati macroeconomici: alcuni negativi e altri molto positivi. Analizzando le performance del 2023, in cui gran parte dei guadagni derivano da pochi grandi titoli, la prospettiva per il 2024 è di un anno in cui la selezione delle azioni farà la differenza vista la grande dispersione di utili e performance.

Nel 2023 molti investitori sono tornati a investire nell'obbligazionario. Quali segmenti di tale mercato offrono le migliori opportunità per i prossimi mesi? Cosa state consigliando ai vostri clienti?

Dopo il crollo dei bond nel 2022 a causa dei rialzi dei tassi per combattere l'inflazione, il mondo dei bond è tornato a essere molto attraente, con rendimenti che non si vedevano da anni. La combinazione di alti rendimenti e aspettative via via crescenti di una fine dei rialzi ha sicuramente attratto tanti capitali, soprattutto nelle brevi duration e nel monetario, a causa delle curve invertite. Negli ultimi due mesi i bond sono saliti molto, soprattutto le medie e alte duration, con una forza mai registrata prima, e pertanto oggi sono meno attraenti, ma c'è ancora valore in alcuni segmenti.

Generalizzando possiamo affermare che i rendimenti a breve sono ancora attraenti sia per i governativi che per i corporate, mentre le lunghe duration sono su livelli

di rendimento ancora soddisfacenti in termini assoluti, ma bassi in termini relativi. Lo scenario più probabile per questo primo trimestre del 2024, semplicemente applicando la regola del buon senso, è che possano esserci dei momenti in cui le aspettative sui tassi vengano disattese e ci possa essere un po' di pressione sui bond lunghi. Abbiamo già sperimentato lo scorso anno quanto le aspettative possano essere volatili e quanto possano cambiare gli umori degli investitori in poco tempo, per cui la strategia ideale per il primo trimestre è sicuramente quella di rimanere sovrappesati sul breve termine in attesa di una finestra più favorevole per allungare la duration media del portafoglio.

In quanto a qualità del credito favoriamo, ove possibile, bond governativi di Paesi "Whitelist", che beneficiano anche di una tassazione agevolata, ma per clienti più esposti al rischio si potrebbe investire nel comparto corporate high yield, che dovrebbe ancora beneficiare della "scampata" recessione e di uno scenario più benigno per il rifinanziamento. Resta comunque la grande incognita della crescita economica nel 2024.

In particolare, quali sono i servizi offerti dalla vostra struttura a investitori privati e istituzionali?

Grazie alla significativa esperienza maturata negli anni e alle competenze acquisite, ALFA risponde alle diverse esigenze dei suoi clienti supportandoli nella protezione e nello sviluppo dei loro patrimoni, tramite soluzioni su misura di elevata qualità. I principali servizi che ALFA offre a clienti privati e famiglie sono:

- Consulenza personalizzata in materia di investimenti: ALFA affianca il cliente nella messa a punto di adeguate strategie di investimento tramite un rapporto continuativo di consulenza;
- Analisi di portafoglio: check up degli investimenti attuali dei clienti, analisi dei rischi e dei costi con l'obiettivo di individuare punti di forza e di debolezza della allocazione di portafoglio;
- Family office: definizione asset allocation obiettivo globale, supervisione sugli investimenti e account aggregation, con l'obiettivo di proteggere, valorizzare e tramandare il patrimonio familiare;
- Vivere di rendita: analisi volta a indivi-

duare la mappatura dei progetti di vita ed i diversi scenari, con l'obiettivo di mettere a frutto il patrimonio e generare flussi di reddito a supporto dei propri progetti.

I principali servizi che ALFA propone a investitori istituzionali sono:

- Consulenza su Tesoreria: ALFA affianca la funzione dedicata alla Tesoreria degli istituti bancari nonché delle corporate, nelle scelte d'investimento e nella gestione della liquidità, con l'obiettivo di ottimizzare l'efficienza d'impiego del portafoglio di proprietà e la sua protezione nel tempo;

- Risparmio gestito: ALFA offre un servizio di advisory di eccellenza per i prodotti del risparmio gestito (GPF, GPM, Fondi e Sicav) e in ambito assicurativo;

- Consulenza Evoluta: ALFA supporta gli istituti bancari offrendo loro un servizio di consulenza avanzata rivolto alla propria clientela, coerentemente con i profili di rischio individuati dalla banca;

- Robo Advisory: ALFA elabora strategie d'investimento basate su modelli di natura algoritmica e quantitativa adatti a servizi di Robo Advisory.

Attualmente, che dimensioni ha il vostro business e quali sono i vostri obiettivi per il futuro?

Attualmente ALFA SCF ha un patrimonio in consulenza superiore a 150 milioni di euro, con una crescita maggiore del 10% rispetto al 2022. L'obiettivo principale per il futuro è il mantenimento del trend di crescita costante nel tempo, che si prefigge di ottenere sia attraverso la costante ricerca e contestuale inserimento nel team ALFA di consulenti finanziari con patrimoni "private" che sposino la consulenza indipendente, sia continuando a sviluppare internamente e attraverso partnership esterne, le competenze richieste per attrarre i Family office, settore sul quale è già focalizzata, in qualità di boutique finanziaria tailor made.

Negli ultimi anni gli investitori hanno aumentato le allocazioni in private market e asset class alternative. Cosa consigliate su questo fronte ai vostri clienti? Quali sono le asset class più adatte a rafforzare i profili di rischio/rendimento delle diverse categorie di investitori che seguite?

La storia insegna che, quando i tassi sono bassi e lo sono per lungo tempo, gli inve-

stitori vanno a cercare rendimento nelle asset class alternative. Dal 2015 al 2021 i tassi sono stati "storicamente" bassi, tanto che hanno reso i bond governativi ad alto rating per nulla attraenti.

In questo contesto, come riportato nell'ultimo Financial Stability Report della Banca d'Inghilterra, è cresciuto del 260% il credito privato ma viene segnalato dal regolatore come un potenziale problema, sia in termini di leva che di trasparenza. La recente impennata dei tassi potrebbe portare brutte sorprese in questo segmento.

Analogamente, il private equity ha beneficiato di tassi bassi per lungo tempo, concentrando l'esposizione in settori come quello tecnologico e farmaceutico, ma potrebbe risentirne della forte salita e delle bolle che si stanno formando in certi ambiti. Per questo motivo non abbiamo consigliato ai nostri clienti investimenti in private market al momento. In passato abbiamo valutato e suggerito alcune strategie alternative, rigorosamente MiFID compliant, per ridurre la volatilità di portafoglio o per coprire momenti di incertezza in chiave tattica, senza andare a modificare le posizioni strategiche nei portafogli dei clienti; è importante ricordare che, come SCF regolamentata che fa consulenza personalizzata di tipo MiFID, molte soluzioni di asset class alternative non sono raccomandabili.

Infine, è cresciuta anche l'attenzione alla sostenibilità degli investitori. Fornite consulenza anche per l'integrazione dei fattori ESG nei portafogli degli investitori?

Il processo di apertura di un rapporto di consulenza personalizzata prevede, secondo la normativa vigente, la classificazione della clientela anche in funzione delle proprie preferenze ESG. ALFA SCF sottopone i propri clienti alla compilazione di un questionario mirato a comprendere la sensibilità di ciascun investitore verso i temi ambientali, etici e sociali, e ne tiene conto nelle raccomandazioni di investimento personalizzate all'interno di un range di esposizione minima. Inoltre, il servizio di consulenza personalizzata prevede che il cliente possa altresì esprimere preferenze circa l'esclusione di settori/emittenti se ritenuti non idonei ai propri criteri ESG.

Nell'ultimo trimestre 2023, 63 investimenti da parte di famiglie e Family office italiani

Il 2023 è stato l'anno in cui sono state mappate più operazioni dall'avvio dell'Osservatorio promosso da PwC con Mondolnstitutional nel 2018

di Nicola Anzivino, Leonardo Valentini e Luca Cazzaniga*

PwC è un network presente in 155 Paesi con oltre 284.000 professionisti, di cui oltre 6.000 in Italia in 24 città, impegnati a garantire la qualità dei servizi fiscali, legali, di revisione contabile e di consulenza. I servizi di PwC sono condivisi a livello globale ed esprimono al meglio la qualità di principi basati su una profonda conoscenza dei diversi settori di mercato e sull'utilizzo delle tecnologie più avanzate.

L' "Osservatorio sugli investimenti diretti e Club Deals svolti dalle famiglie e dai Family office italiani" è un progetto promosso da PwC insieme a Mondolnstitutional con l'obiettivo di analizzare la tendenza delle famiglie imprenditoriali italiane nell'investire le proprie risorse finanziarie sempre più al servizio dell'economia reale e dell'innovazione. PwC e Mondolnstitutional, su base ricorrente, mappano tale tipologia di investimenti, riportandone le principali caratteristiche che descrivono e sintetizzano i principali elementi delle operazioni¹. In questo numero viene esaminato in dettaglio il trimestre ottobre/dicembre 2023.

Nel trimestre in oggetto sono state finalizzate 63 operazioni tra investimenti diretti e Club Deals da parte di famiglie e Family office italiani. Di seguito vengono riportate le operazioni più rilevanti:

- LIFTT (Buono) ha effettuato 5 operazioni di investimento in modalità Club Deal con sponsor: 1) Test1 (società di Brescia operativa in ambito clean tech): operazione pari a 1,7 milioni di euro in cui hanno partecipato anche alimpact, Selected Investments e Faros; 2) Soul-K (realità attiva in ambito foodtech): deal complessivo pari a 20,5 milioni di euro nel quale hanno partecipato anche CDP Venture Capital, Al.Ma Food, Azimut Libera Impresa Sgr e SIMEST; 3) INTA (primo spin off del CNR-NANO e della Scuola Normale di Pisa): round complessivo di 2 milioni insieme ad Eureka! Fund e Deep Ocean Capital Sgr; 4) Entropica Labs (realità con sede a Singapore operativa nel settore della tecnologia quantistica): al deal (4,7 milioni) oltre a LIFTT hanno partecipato Wave-maker Partners e altri operatori internazionali di VC; 5) ALKemist Bio (attiva

nello sviluppo di immunoterapie cellulari basate sull'ingegnerizzazione di cellule del sistema immunitario): al deal, pari a 6,9 milioni di euro, hanno partecipato anche Claris Ventures, Club Degli Investitori, Simon Fiduciaria e IAG;

- Palladio Holding (Meneguzzo) ha rilevato da Amundi, insieme a un Club Deal di investitori, il 31% di Sonica, società che a sua volta detiene il 30% di RCF Group, realtà leader a livello internazionale nella progettazione, produzione e commercializzazione di sistemi e prodotti per l'audio professionale e la sonorizzazione pubblica. Sempre Palladio Holding ha acquisito il 60% di Eagleprojects, azienda attiva nella progettazione delle reti e project management per le telecomunicazioni, per circa 50 milioni di euro;

- MinervaHub, polo controllato al 75% da San Quirico delle famiglie Garrone e Mondini, ha acquistato il 100% di LTM Srl, azienda innovativa fondata nel 2001 e specializzata nella creazione e produzione di inserti metallici per tacchi a spillo. Oltre a questa operazione, MinervaHub, nel corso del trimestre ha investito in altre realtà operative in ambito luxury / clothing quali Goretti, Deadema, Teknomabel, stro Lab e Interlinea 2;

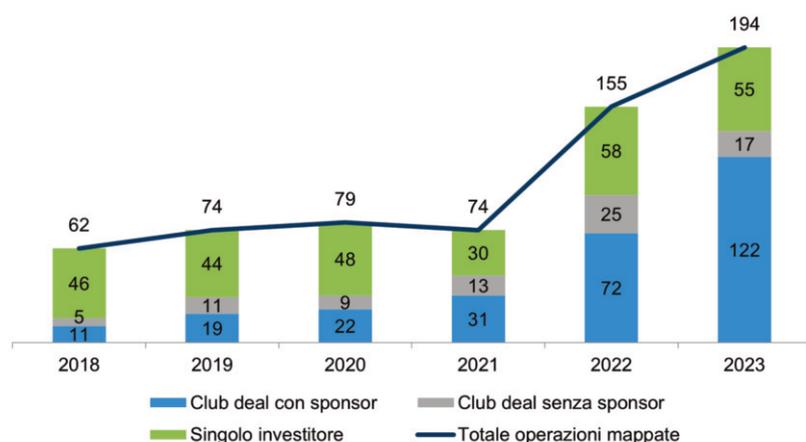
- Ferrari Family Investments (FFI), Family office del fondatore della scuderia di supercar, insieme ad Azimut Eltif e ad altri investitori, ha partecipato a un round di 7,6 milioni di euro in Out Of, società attiva nel settore dell'occhialeria tecnica;

- Athena FH, holding di investimento della famiglia Nalini, entra nel capital di Recovery for Life, realtà attiva nella ricerca scientifica e nell'offerta di trattamenti per il benessere mentale di adolescenti e giovani adulti;

Nota:

¹ Le informazioni contenute nell'articolo sono una rielaborazione di dati estratti da Mergermarket e Bebeez.

IL NUMERO DI DEAL DAL 2018 AL 2023



Fonte: PwC.

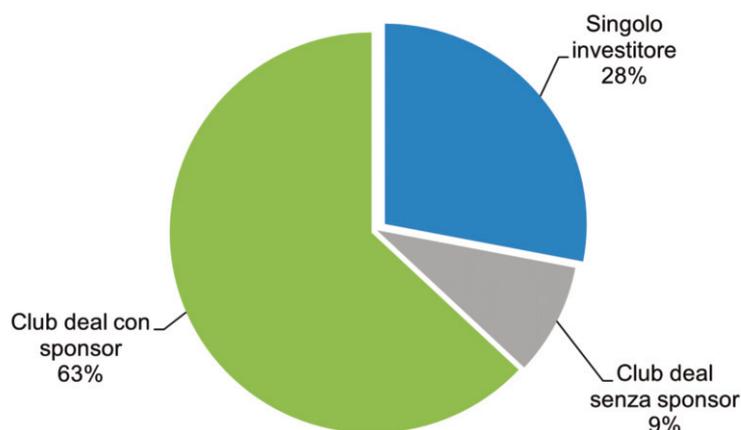
grafico 1

- H14 (Berlusconi) e le famiglie Grassi (E80) e Rovati (ex Rottapharm) hanno partecipato a un round di 18 milioni di euro in WeRoad, scaleup italiana specializzata in viaggi avventura;
- Francesco Mutti e Giampaolo Cagnin hanno partecipato a un round di 5 milioni di euro in Dreamfarm, startup di Parma che ha brevettato la mozzarella vegana;
- Gianluca Bonini ha riacquisito il 10% di Ecoservim da Next Holding (Manganeli), salendo così al 100% della società leader nel settore dei servizi ai condomini;
- il Gruppo Florence nel corso del trime-

stre ha effettuato altri due acquisti: Trend srl, azienda di pelletteria di Scandicci, e Red Pixel, azienda di grafica;

- Holding Moda (fondata da Rovere) ha acquisito la maggioranza di Calzaturificio Dema, calzaturificio del casertano specializzato in mocassini e sneakers;
- diversi investitori privati hanno partecipato al round di 34,5 milioni di euro in Qomodo, startup fintech attiva nel comparto del BNPL (Buy Now Pay Later). La società target ha chiuso uno dei round di investimento pre seed più alti di sempre in Italia al quale hanno partecipato anche operatori istituzionali quali Fasana, Exor Ventures, Proximity Capital, Ithaca Investment, Lumen Ventures, The Techshop, Primo Ventures;
- Marco Carlini e Matti Kuivalainen hanno partecipato al round di 3 milioni di euro in CAEmate (startup altoatesina pioniera del software cloud based WeStatix SHM) sottoscritto anche dal Fondo Corporate Partners I (CDP Venture Capital) e da 360 Capital;
- il search fund Augusta Capital Partners, lanciato da Pietro Paolo Paci e al quale hanno aderito diversi investitori privati tra cui Ebano SpA (Carlo Robiglio) ha rilevato il controllo di P&P Italia Srl, società specializzata nel settore degli alimenti per fiere, mostre e congressi, con attività svolta in Italia e all'estero;
- la famiglia Battistelli, tramite Bitris SpA, ha riacquisito il 16,7% di RCH SpA (catena di drugstore Risparmio Casa) da Tempus Holding (HIG). Il marchio Risparmio Casa ritorna così interamente di proprietà della famiglia;
- Club Degli Investitori, insieme ad altri operatori istituzionali, ha partecipato a un round di 1 milione di euro in ReLearn, startup operativa in ambito waste management. Sempre il Club ha partecipato in round di 1,75 milioni in CO2 CarpeCarbon, startup attiva nella cattura e nello stoccaggio della CO2 atmosferica;
- onEquity, società che organizza acquisizioni in Club Deal guidata da Carlo Massacesi, ha rilevato il 100% di Millefiori, storico marchio italiano dei profumi per ambiente facente capo a Home Fragrance srl;
- VeNetWork, acceleratore di opportunità di investimento che riunisce 76 soci

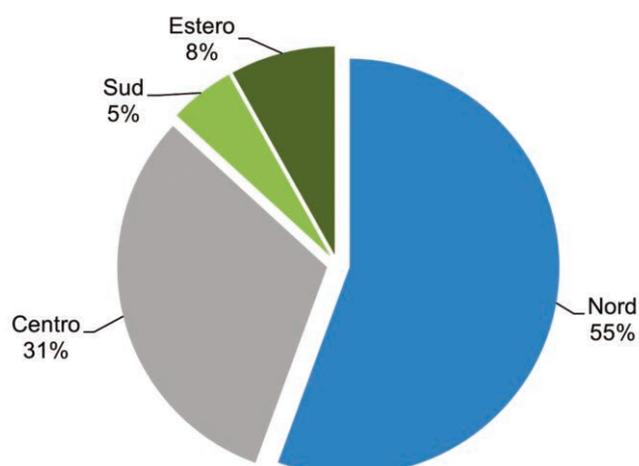
LA TIPOLOGIA DI OPERAZIONI AVVENUTE NEL 2023



Fonte: PwC

grafico 2

LA PROVENIENZA GEOGRAFICA DELLE SOCIETÀ TARGET NEL 2023



Fonte: PwC

grafico 3

e imprenditori del Triveneto, tramite VeNeSport ha acquisito all'asta Rocas srl (pattini) per 3,3 milioni di euro;

- Windex Investment Club, Club Deal di investitori privati, ha acquisito l'intero capitale di Frigotecnica Industriale Chiavenna SpA, azienda leader nella progettazione e produzione di tecnologie per lo scambio termico per il settore industriale;

- diversi investitori privati e Family office hanno rilevato, insieme all'operatore di private equity QCapital, il 35% di Ciam, società attiva nella distribuzione di farmaci veterinari;

- F&P Equity Partners (veicolo di investimento di Private Equity mediante Club Deal), affiancata da Clessidra Capital Credit, ha rilevato il 65% di Righi Elet-

trosvizi.

Dalla data di inizio dell'Osservatorio (2018) sono state effettuate 638 operazioni di investimenti diretti e Club Deals di famiglie e holding di famiglia in Italia (di cui 194 deals nel 2023). Il 2023 è stato l'anno in cui sono state mappate più operazioni di investimento da parte di Famiglie e Family office: +25,2% rispetto alle operazioni mappate nel corso del 2022 (vedi grafico 1, pag. 49). Di seguito vengono riportate le principali caratteristiche delle operazioni avvenute nel corso del 2023:

- Tipologia operazioni: 122 dei deals, pari al 63% delle operazioni complessive, sono stati svolti in modalità Club Deal con Sponsor, 55 operazioni (28%) hanno visto il coinvolgimento di un singolo buyer e 17 operazioni sono state svolte in Club Deal senza Sponsor (9%, vedi grafico 2, pag. 49);

- Provenienza geografica target: 58 delle società target hanno sede in Lombardia, 24 in Veneto, 23 in Toscana, 21 in Emilia Romagna e 16 all'estero. Il 55% delle operazioni ha coinvolto società target con sede nel Nord Italia, il 31% imprese nel Centro Italia, l'8% Target con sede all'estero e il 5% società del Sud Italia (vedi grafico 3);

- Settore della società target: 44 (23%) delle società target operano nel settore Consumer / Retail, 41 (21%) in ambito Industrial e 25 (13%) nell'Information Technology (vedi tabella 1).

***Partner, Senior Manager e Manager di PwC Deals**

I SETTORI DELLE SOCIETÀ TARGET NEL 2023

Settore	Nr. operazioni per Settore	% operazioni per settore	Singolo investitore	Club Deal senza Sponsor	Club Deal con Sponsor
Consumer / Retail	44	23%	52%	9%	39%
Industrial	41	21%	39%	7%	54%
Information Technology	25	13%	8%	4%	88%
Healthcare	19	10%	11%	11%	79%
Leisure & Media	12	6%	42%	17%	42%
Services	23	12%	13%	9%	78%
Financial Services	9	5%	0%	0%	100%
Utilities & Transportation	14	7%	14%	0%	86%
Altri	7	4%	29%	43%	29%

Fonte: PwC

Tabella 1

Il nuovo primato in Europa degli Etf, grazie alla seconda maggiore raccolta di sempre

Esposizioni core e globali sono state le preferite nell'azionario, trainato dalle big cap e dall'IA, mentre sul reddito fisso spiccano i corporate Eur e i governativi Usd

di Marco Ciatto

ETFPLUS: IL PATRIMONIO DEPOSITATO IN MONTE TITOLI PER CATEGORIA

Categoria	AuM 2023 (mln Eur)
ETF - mercati sviluppati	54.745
ETF - credito e governativi	42.719
ETF - mercati emergenti	5.653
ETF - altri	11.178
ETP (ETC - ETN)	7.080
totale	121.375

Fonte: Borsa Italiana, al 31 dicembre 2023.

Il 2023, dopo un 2022 horribile per il fixed income, è stato un anno pieno di sfide e insidie per gli investitori, dove ancora una volta il passivo ha avuto una raccolta molto positiva. Negli Usa, per la prima volta, i fondi passivi hanno superato per patrimonio quelli attivi, secondo gli ultimi dati Morningstar. Anche in Europa il passivo ha guadagnato terreno, con un rapporto stimato attorno a 1/4 del patrimonio dei fondi attivi, e con gli Etf che hanno raggiunto il nuovo record storico di 1.729 miliardi di dollari (vedi pag. 60). Per analizzare le dinamiche che hanno portato nel 2023 oltre 155 miliardi di euro (stima di LSEG Lipper) di nuovi asset nell'industria degli Etf europea, su quali asset class sono confluiti e per avere una view sul 2024, MondolInvestor ha organizzato un forum con molti dei principali emittenti. Vi hanno preso parte: **Valentina Valdameri**, Senior Business Development Manager di LGIM, **Marco Tabanella**, Head of Intermediary Retail and Strategic Accounts di Vanguard, **Sabrina Principi**, Head of Business Development ETF & Index Solutions Southern Europe di BNP Paribas Asset Management, **Ilaria Pisani**, Head of ETF, Indexing & Smart Beta Sales di Amundi Sgr, **Mauro Giangrande**, Head of Xtrackers Sales EMEA South, **Gian Marco Castellani**, Head of Wholesale di BlackRock Italy, **Stefano Caleffi**, Head of Southern Europe ETF di HSBC Asset Management, **Francesco Branda**, Head of ETF & Index Fund Sales Italy di UBS Asset Management, e **Silvia Anselmi**, CFA, Associate VP, ETF Distribution Italy di Franklin Templeton.

Il 2023 si è chiuso con un altro record di raccolta per gli Etf: quali sono stati i vostri primi tre prodotti in termini di nuovi asset in Europa, sia equity sia bond?

Valdameri: Il 2023 si è in effetti dimo-

strato il secondo migliore di sempre, in termini di raccolta netta su Etf in Europa, con il raggiungimento del nuovo notevole traguardo di 1.800 miliardi di dollari di asset investiti (fonte: ETF stream, dati aggiornati al 15 gennaio 2024). Gli strumenti sui quali abbiamo assistito a una migliore raccolta netta nel 2023 sono stati due Etf obbligazionari, l'uno sul debito governativo indiano e l'altro sul debito governativo emergente a breve termine. Nel primo caso, a sostenere la raccolta è stata l'inclusione, confermata lo scorso settembre, delle obbligazioni governative indiane nell'indice GBI-EM Global Diversified di JP Morgan, a seguito della quale l'India andrà a collocarsi gradualmente nel corso di quest'anno tra i Paesi con la massima ponderazione nell'indice. Si tratta della novità più rilevante dall'inclusione del debito cinese nel 2020, e le solide dinamiche di crescita del Paese hanno attratto sempre più capitale estero sul debito domestico. Anche il debito governativo emergente a breve termine si è rivelato una scelta interessante per gli investitori, soprattutto in virtù degli elevati rendimenti a scadenza, a fronte di una volatilità storica nettamente inferiore a quella dell'indice "all maturity". In ambito azionario, le migliori dinamiche di raccolta hanno interessato due nostri Etf Core sull'equity europeo e americano con caratteristiche Paris Aligned, entrambi classificati Articolo 9 ai sensi dell'SFDR. **Tabanella:** Vanguard ha chiuso il 2023 al terzo posto in Europa tra gli Etf provider per raccolta, con circa 20 miliardi di dollari, e al secondo posto in Italia con più del 50% dei flussi sul mercato ETFplus di Borsa Italiana. La raccolta è stata ben bilanciata tra prodotti azionari ed obbligazionari, in linea con il trend di mercato dello scorso anno. Il Ftse All World e l'S&P 500 hanno dominato gli afflussi con 4

miliardi ciascuno e a seguire l'Etf US Treasury 0-1Y con 2 miliardi. In generale, nonostante l'offerta di nuovi strumenti continui ad aumentare, il 2023 ha confermato la preferenza degli investitori europei per le esposizioni Core, soprattutto in ambito azionario. In Italia abbiamo inoltre riscontrato un interesse particolare verso soluzioni globali aggregate, corporate globali ed euro, e governative euro.

Principi: Con l'inizio del 2024 possiamo stendere un bilancio sull'anno passato: ancora una volta non può che essere positivo per il mondo dei passivi! Gli Etf continuano ad avere il vento in poppa e a riscuotere un immenso successo presso gli investitori. Nella sola Europa abbiamo visto, a livello di sistema, flussi in entrata per circa 145 miliardi di euro, il doppio rispetto al 2022! I flussi sul comparto azionario hanno sfiorato gli 89 miliardi di euro, mentre quelli in ambito obbligazionario sono stati pari a 56 miliardi. L'anno passato è stato l'anno del ritorno del reddito fisso e infatti su questa asset class si è concentrato più del 70% della nostra raccolta netta. Il nostro Etf dedicato al mercato governativo euro, il Bnp Paribas Easy Jpm Esg Emu Gov Bonds Ucits Etf ha raccolto più di un miliardo, mentre il secondo e il terzo posto sono stati occupati da due soluzioni che prendono esposizioni all'investimento corporate Investment grade con duration rispettivamente di 2 e 4 anni. In ambito equity, lo scettro nella nostra raccolta va a un'esposizione sul Giappone: il Bnp Paribas Easy Msci Japan Esg Filtered Min TE Ucits Etf ha raccolto 711 milioni di euro. In linea con l'Articolo 8 dell'SFDR, il fondo ESG ha l'obiettivo di minimizzare il tracking error verso l'indice di mercato Msci Giappone.

Pisani: Il 2023 è stato un anno fortemente positivo per l'industria degli Etf Ucits, che ha visto una raccolta netta positiva di oltre 150 miliardi di euro, di cui il 60% è stato investito in Etf azionari. In particolare, l'azionario Usa ha raccolto quasi 32 miliardi di euro. Flussi consistenti sono stati diretti verso l'indice S&P 500, caratterizzato da un forte tilt verso i grandi nomi del settore tecnologico, che hanno beneficiato del boom dell'intelligenza artificiale iniziato all'inizio dell'anno. In linea con il trend di mercato, nella nostra gamma azionaria ha spiccato l'Amundi

S&P 500 Esg Ucits Etf. Gli investitori hanno anche scelto l'Amundi Msci Japan Ucits Etf, in quanto le azioni giapponesi hanno suscitato un forte interesse da parte degli investitori, grazie alla ripresa dell'attività, alla Banca Centrale accomodante e alle misure regolamentari volte a migliorare la governance aziendale. Lato obbligazionario, i nostri clienti hanno scelto l'Amundi Euro Government Tilted Green Bond Ucits Etf, che ha raccolto oltre 1 miliardo e mezzo. Questo Etf, lanciato nel 2023, è stato particolarmente apprezzato dai clienti, in quanto consente di investire in titoli governativi europei con un tilt sui green bond, pur mantenendo caratteristiche simili all'equivalente indice vanilla. Un'altra esposizione apprezzata dagli investitori nel 2023 è stata l'Amundi US Curve Steepening 2-10Y Ucits Etf, che ha raccolto 1,45 miliardi di euro. Questo Etf si è rivelato un utile alleato di asset allocation in un momento in cui la curva dei rendimenti Usa 2/10 anni era profondamente invertita (la più alta da circa 45 anni) e si prevedeva una normalizzazione.

Giangrande: Il 2023 è stato effettivamente un anno molto positivo per il business degli Etf/Etp in Europa, con circa 146 miliardi di euro di raccolta totale. Più nello specifico, è interessante mettere in evidenza alcuni importanti trend di crescita che, in considerazione dell'attuale contesto di mercato, potrebbero ulteriormente consolidarsi nel corso del 2024. Primo fra tutti il forte interesse riscontrato dagli Etf obbligazionari, a seguito del ritorno dei rendimenti anche sulle scadenze molto brevi. Il comparto degli Etf Fixed income ha infatti registrato nel Vecchio Continente flussi netti superiori ai 60 miliardi di euro: non era mai successo prima. Secondo aspetto, la continua ricerca di diversificazione in ambito azionario testimoniata dalla forte raccolta registrata dagli Etf su indici globali, anche con approcci ESG. In ultimo, i deflussi che hanno riguardato le Etc sull'oro, l'unica categoria di prodotto a essere stata penalizzata, probabilmente per effetto della riduzione delle aspettative d'inflazione. Anche per Xtrackers quello appena passato è stato un anno record, con oltre 21 miliardi di flussi netti. Coerentemente con quanto sopra rappresentato, gli Etf di maggior successo sono stati l'Xtrackers

Euro Overnight Rate Swap Ucits Etf e l'Xtrackers Msci World Esg Ucits Etf. Sul podio, per flussi netti positivi, anche l'Xtrackers S&P 500 Equal Weight Ucits Etf, il quale ha attirato l'interesse degli investitori che vedono come un'opportunità per il futuro adottare un approccio equiponderato, dopo un anno nel quale la concentrazione nei titoli più capitalizzati dell'S&P 500 ha raggiunto livelli storicamente molto elevati.

Castellani: L'industria europea degli Etf ha chiuso l'anno con una raccolta pari 159,2 miliardi di dollari, con il business iShares Emea che ha registrato flussi altrettanto forti, pari a 70,9 miliardi di dollari, secondo record annuale più alto mai registrato, dopo gli 82 miliardi di dollari raccolti nel 2021 (fonte: BlackRock, EPFR al 31 dicembre 2023). In Europa, così come a livello globale, i tre principali trend di posizionamento degli investitori sono stati guidati dall'incertezza macroeconomica e da un regime caratterizzato da tassi d'interesse elevati nel lungo periodo. In primo luogo, il 92% dei flussi è stato trainato da esposizioni Core sul comparto azionario e obbligazionario. Gli investitori hanno preferito building block tradizionali ampi ed economici, percepiti come poco volatili. In secondo luogo, il generale sentiment di minor propensione al rischio ha portato il comparto obbligazionario a raccogliere flussi in modo costante da marzo per un totale di 66,2 miliardi di dollari, con risultati lineari guidati dalle esposizioni governative per il 57%. Infine, grazie al rally dei mercati azionari negli ultimi tre mesi dell'anno, l'allocation degli investitori verso le esposizioni americane ha sostenuto i risultati dell'equity Core, rappresentando il 38% dei flussi del comparto, per un valore di 38,1 miliardi di dollari (fonte: ibid).

Branda: Tra la fine del 2023 e questo inizio del nuovo anno, abbiamo registrato una raccolta importante sulle obbligazioni corporate Investment grade, con particolare riferimento al tratto compreso tra uno e cinque anni. Sull'equity, continuiamo a riscontrare molto interesse per le esposizioni globali e quelle americane: Ubs Msci All Country World Ucits Etf e Ubs S&P 500 Esg Ucits Etf sono decisamente sul podio della raccolta nel 2023 e ci aspettiamo che lo saranno anche nel 2024.

Anselmi: Nel 2023 abbiamo registrato un forte interesse per il nostro Franklin Ftse India Ucits Etf, con Ter molto competitivo di 19pb, che coincide con il flusso complessivo del mercato. L'India è uno dei principali motori della crescita economica nel mondo, con prospettive sugli utili societari allettanti. Il governo indiano sta migliorando le infrastrutture e ha introdotto riforme di sostegno come il programma di incentivi legati alla produzione. L'Etf ha registrato una performance del 22,4% per l'intero 2023, dimostrando le opportunità interessanti che gli investitori possono cogliere con approccio selettivo nei mercati emergenti. Gli investitori sono sempre più spinti da considerazioni sia economiche che normative a decarbonizzare i loro portafogli, e questo catalizza l'interesse verso strategie sostenibili. Uno dei nostri Etf Articolo 8 ai sensi dell'SFDR, il Franklin S&P 500 Paris Aligned Climate Ucits Etf, è un esempio d'integrazione di considerazioni di sostenibilità nelle allocazioni Core, caratterizzato da un Ter di 7 pb. Questo Etf ha ottenuto una brillante performance del 29,8%, nel 2023, sovraperformando l'indice S&P 500 del 4,1%. Un altro Etf popolare tra gli investitori è il Franklin European Quality Dividend Ucits Etf, uno strumento utile per ottenere esposizione a un portafoglio di società europee di alta qualità che distribuiscono dividendi superiori alla media. I dividendi sono visti come un utile complemento in tempi economici incerti e un obiettivo di alta qualità può aiutare a smorzare la volatilità. Sul fronte del reddito fisso, abbiamo visto un forte interesse verso la nostra gamma di Etf attivi sostenibili caratterizzata da un pricing molto competitivo. L'elemento di gestione attiva è particolarmente importante nei portafogli a reddito fisso. Gli investitori hanno cercato di individuare il momento appropriato per focalizzarsi dalla duration breve a quella lunga. Utilizzando Etf attivi, gli investitori possono godere del vantaggio della gestione della duration e della curva dei rendimenti combinati con la trasparenza e la liquidità offerte dal wrapper dell'Etf.

Nell'azionario, quali tipologie di approcci hanno maggiormente apprezzato i vostri investitori?

Valdameri: Nel 2023 le categorie equity Core e ESG si sono confermate le favorite,

con un crescente interesse per le strategie globali Paris Aligned, come evidenziato in precedenza. Meno vivace è stata invece la raccolta per gli Etf tematici, già molto presenti nei portafogli dei nostri investitori, sulla quale hanno inciso in modo particolare le aspettative su inflazione e tassi d'interesse, ancora in rialzo nel 2023. Trattandosi nella maggior parte dei casi di temi Growth, a lunga duration, il forte rialzo dei tassi ha infatti avuto un impatto negativo nell'attualizzazione dei cash flow futuri attesi e ha reso meno sostenibile il costo del debito per aziende ancora in fase di forte investimento. Un'eccezione rilevante in quest'ambito è stato il tema dell'Intelligenza Artificiale, che ha vissuto invece un boom d'interesse, sostenuto anche dalla diffusione di Chat GPT, che ha innescato una corsa ai titoli che avrebbero tratto maggior vantaggio dall'adozione di tali soluzioni.

Principi: Se guardiamo i flussi di mercato, le esposizioni standard Core sono quelle preferite: gli investimenti ESG hanno catturato solo il 30% della raccolta totale azionaria, mentre i tematici, a parte qualche eccezione legata all'ambito tecnologico (Intelligenza Artificiale), non hanno convinto.

Castellani: Nell'anno del ritorno alle esposizioni di portafoglio Core nell'azionario, gli investitori hanno mostrato una forte preferenza per i mercati sviluppati rispetto a quelli emergenti. Gli acquisti delle esposizioni globali e americane hanno rappresentato insieme il 78% dei flussi del relativo segmento, che ha registrato 99,3 miliardi di dollari di raccolta. Il rallentamento della raccolta totale degli Etf sostenibili, pari a 48,8 miliardi di dollari, si è tradotta soprattutto nel segmento azionario, dove questi hanno rappresentato solo il 34% dei flussi in entrata. Sentiment negativo per le esposizioni Satellite di portafoglio, quali Smart beta e Tematiche, che hanno registrato deflussi, rispettivamente, per 3,9 miliardi di dollari e 660 milioni di dollari (fonte: BlackRock, EPFR al 31 dicembre 2023).

Quali aree geografiche, Paesi, settori, temi e strategie d'investimento azionarie vedete favoriti per il 2024? Quali rischi, invece, vedete all'orizzonte?

Valdameri: In ambito azionario, molto dipenderà quest'anno dalla capacità degli

Stati Uniti di evitare una recessione, ritenuta probabile se la Federal Reserve non sceglierà d'intervenire tempestivamente con un taglio dei tassi, rischiando però di riaccendere l'inflazione. Dopo il rally eccezionale vissuto dall'equity tra novembre e dicembre dello scorso anno, il rischio di caduta è tornato a essere più sensibile. Ciò premesso, le parole pronunciate da Biden a fine ottobre hanno aumentato la probabilità di un soft landing. I due principali motori della crescita globale nel 2024 ci aspettiamo possano essere India e Giappone, con la Cina ancora impegnata a gestire i propri problemi strutturali. Con riferimento ai temi, è importante considerare che dinamiche geopolitiche in atto, come il cosiddetto "friend shoring", ovvero la rilocalizzazione della produzione presso Paesi considerati "amici" degli Stati Uniti, potrebbero continuare a sostenere gli investimenti in settori strategici come tecnologia, in particolare sicurezza informatica, semiconduttori e intelligenza artificiale, e risorse, energie rinnovabili e acqua.

Principi: Il nostro dipartimento Multiasset al momento ha una view "neutral" sul mercato azionario nel suo complesso: l'unico posizionamento degno di nota è il sottopeso sull'Europa (Regno Unito escluso). Per quanto riguarda i rischi, essi sono principalmente di due tipi: uno collegato agli Stati Uniti, che potrebbero ancora entrare in una fase di recessione, innescata da una stretta creditizia da parte delle banche regionali o da stress dovuti al mercato immobiliare, l'altro legato all'inflazione, che potrebbe rimanere elevata più a lungo di quanto previsto dai mercati. Ciò significherebbe che i tagli dei tassi attualmente scontati dai mercati non si verificherebbero, determinando un aumento dei rendimenti e un calo dei prezzi delle obbligazioni e delle azioni. Tuttavia, uno scenario di questo tipo rappresenterebbe probabilmente solo una battuta d'arresto a breve termine, poiché i tassi ufficiali, a nostro giudizio, diminuiranno comunque nel 2024, in parallelo con l'inflazione, ma non così rapidamente come previsto.

Castellani: Crediamo che gli investitori abbiano l'opportunità di fare leva sullo scenario attuale, caratterizzato da un nuovo regime che prevede una volatilità

elevata sul fronte macroeconomico e una maggiore dispersione sui mercati, tramite l'adozione di un approccio nell'azionario sempre più flessibile in termini di stile, indici equamente ponderati o esposizioni che escludono determinate aree geografiche. Ad esempio, l'equiponderazione nel mercato americano può consentire un'allocazione più rappresentativa, in quanto meno concentrata nelle "7 Mega Cap", con una maggior diversificazione settoriale, più tattica. Inoltre, il tema dell'Intelligenza Artificiale (IA) e della transizione energetica continueranno a rappresentare degli importanti elementi costitutivi del portafoglio. Infatti, la disruption dell'IA sta trainando un'importante trasformazione trasversale a vari settori e Paesi, soprattutto nei mercati sviluppati, mentre la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio continuerà a richiedere una sostanziale riallocazione delle risorse, con la revisione delle catene di fornitura, dei processi di produzione e dei sistemi energetici.

Caleffi: Il team di Investment Strategy di HSBC Asset Management ritiene che il 2024 possa vedere una crescita globale più contenuta rispetto a quanto atteso dal consensus di mercato all'inizio di quest'anno. I rialzi dei tassi d'interesse da parte delle Banche Centrali dei principali Paesi sviluppati sono stati infatti molto repentini e molto elevati, e riteniamo che avranno un impatto significativo sull'economia globale e, di conseguenza, sulla crescita degli utili societari, che saranno inferiori alle attese di mercato. Ciò potrebbe portare a una fase di volatilità dei mercati azionari, soprattutto quelli sviluppati e in particolare modo il mercato statunitense, che sta invece prezzando uno scenario più benigno di soft landing. Preferiamo, quindi, la componente emergente, che ha valutazioni più contenute e, come verificatosi in cicli precedenti, potrebbe anche beneficiare del ciclo di easing della Fed e di un conseguente indebolimento del dollaro statunitense. All'interno di questo universo (EM) preferiamo, in particolare, l'area asiatica, che per fattori idiosincratici di diversi Paesi (come India, Corea e Taiwan), può rappresentare anche un elemento di diversificazione, in un portafoglio globale.

Quali fattori, nella prima e seconda

parte del 2023, hanno più influenzato le scelte dei vostri investitori Fixed income? Quali di asset class sono state preferite?

Tabanella: Durante tutto il 2023 le scelte degli investitori sono state influenzate principalmente dalle politiche delle Banche Centrali, che hanno rappresentato il vero driver nel posizionamento tra diversi segmenti obbligazionari. In Europa, nella prima metà dell'anno abbiamo assistito a investimenti soprattutto sul segmento governativo dell'Eurozona e statunitense (15 miliardi di dollari complessivi), così come sul segmento euro corporate Investment grade (10 miliardi di dollari). Gli afflussi record negli strumenti obbligazionari sono rallentati negli ultimi mesi dell'anno principalmente a causa della maggiore della propensione al rischio degli investitori, che ha favorito l'asset class azionaria. Abbiamo comunque assistito a un incremento nella raccolta del segmento corporate Investment grade anche nell'ultimo trimestre. Questo perché gli investitori si sono preparati a un potenziale cambio di politica monetaria, allungando le duration di portafoglio e beneficiando di yield elevati prima dell'inversione dei tassi e delle aspettative d'inflazione.

Pisani: Il 2023 è iniziato all'insegna della continuità degli sforzi delle Banche Centrali di contenere l'inflazione, con uno dei cicli restrittivi più veloci degli ultimi 40 anni. A partire da settembre, la minore pressione sui prezzi ha consentito sia alla Bce che alla Fed d'interrompere il ciclo di rialzo dei tassi. Mentre entrambe le Banche Centrali si sono espresse fermamente sul fatto che la battaglia per riportare l'inflazione nel limite del 2% non era ancora finita, i mercati hanno cominciato valutare le tempistiche di un potenziale cambio di rotta dei tassi. Le prospettive di un taglio dei tassi nel medio termine ha innescato un rally nei Treasury sia in Europa che in Usa. I titoli governativi hanno attirato la gran parte dei flussi verso Etf obbligazionari (33 miliardi di euro), seguiti dal debito Investment grade (16,6 miliardi di euro, principalmente su esposizioni denominate in Eur). Gli investitori sono stati anche molto agili nella gestione della duration nell'allocazione in titoli governativi Usa. I flussi sono stati equiripartiti tra esposizioni

a duration lunga e corta (8 e 7 miliardi di euro circa, rispettivamente). Le maturità lunghe e le esposizioni All maturity sono state favorite anche nel debito governativo in euro (6,7 e 3,1 miliardi di euro, rispettivamente).

Giangrande: La raccolta ha riguardato soprattutto i prodotti sui titoli governativi denominati in euro e in dollari, i monetari e gli Etf sulle obbligazioni corporate Investment grade in euro. Ciò che ha guidato i flussi è stato senza dubbio il livello dei tassi di mercato, finalmente interessanti dopo quasi un decennio di politiche monetarie ultra espansive. Inizialmente gli investitori avevano privilegiato duration brevi, nella seconda parte del 2023, complice anche il ritracciamento delle aspettative d'inflazione, abbiamo osservato flussi rilevanti anche sugli Etf che danno accesso alle scadenze più lunghe e a quelli rappresentativi dell'intera curva dei rendimenti. L'aspetto più che positivo è che il 2023 potrebbe passare alla storia come l'anno che ha visto la definitiva consacrazione degli Etf Fixed income. Per ogni 100 euro di nuovi flussi investiti negli Etf, ben 43 sono stati allocati in questa categoria di prodotto, in un anno in cui anche le performance dei principali indici azionari sono state decisamente positive. Ciò potrebbe dare ulteriore slancio al comparto, visto che la dimensione del patrimonio è una delle variabili che guida il processo d'investimento dei grossi investitori istituzionali.

Branda: Le dinamiche dell'inflazione hanno guidato le politiche delle Banche Centrali e di conseguenza le decisioni sui tassi d'interesse. In questo contesto abbiamo notato la costruzione di posizioni più lunghe a livello di duration, soprattutto nella seconda parte dell'anno, con un'accelerazione dopo l'estate. La volatilità ha determinato anche molta attività di trading tattico. Tra le asset class privilegiate dagli investitori sicuramente i bond governativi e le obbligazioni corporate Investment grade, in particolare quelle americane.

Anselmi: Mentre la prima parte del 2023 è stata caratterizzata da un'incertezza molto elevata riguardo ai dati sull'inflazione, alla crisi bancaria statunitense e al ciclo dei tassi, la seconda metà ha portato un certo sollievo agli investitori. La disin-

flazione ha ottenuto il consenso del mercato e insieme a essa è arrivata una maggiore fiducia che i tassi globali fossero vicini ai picchi. Secondo la view del Franklin Templeton ETF team, rimangono tuttavia dubbi sul fatto che le Banche Centrali, in particolare negli Stati Uniti, saranno in grado di tagliare presto i tassi o se gli investitori debbano prepararsi per uno scenario di tassi d'interesse più alti più a lungo. A gennaio 2023, ad esempio, i mercati scontavano il picco del tasso della Fed sotto il 5% e prevedevano i primi tagli verso la seconda metà dell'anno. Alla fine del 2023, le aspettative di picco del tasso erano più vicine al 5,5%, senza tagli significativi previsti almeno fino alla metà del 2024. In altre parole, i mercati sono stati troppo accomodanti rispetto alla politica monetaria, e il passaggio da asset a breve duration verso quelli a più lunga duration nell'ultimo anno sembra essere stato in qualche modo prematuro. In generale, tuttavia, è chiaro che siamo vicini o ormai siamo giunti al livello massimo del ciclo dei tassi, e dunque le strategie con duration medio/lunga risultano attraenti e catalizzano l'attenzione dei nostri investitori. Nel corso del 2023 gli investitori hanno continuato a prestare particolare attenzione al tema della sostenibilità, interpretato sotto forma di green bond, un'asset class che per le caratteristiche intrinseche di duration elevata per la tipologia di progetti finanziati ha destato molto interesse.

Nel reddito fisso, con Fed e Bce che potrebbero già nei prossimi 3/6 mesi ridurre i tassi, quali asset class vedete favorite nel 2024? Il rischio recessione è ormai alle spalle?

Tabanella: Se l'inflazione si avvicinerà agli obiettivi attesi dalle Banche Centrali, nella seconda metà del 2024 potrebbero arrivare i primi tagli dei tassi, che ci aspettiamo si manterranno comunque a un livello più alto rispetto ai periodi successivi alla crisi finanziaria globale e alla pandemia. In questo senso, il rialzo dei tassi va inteso non come fenomeno transitorio, ma come un cambiamento strutturale con impatti su economia e mercati. La discesa dell'inflazione può realizzarsi attraverso una leggera contrazione dell'economia causata da indebolimento della domanda e rallentamento della crescita dei salari. In Europa prevediamo una crescita ane-

mica, a fronte di politiche monetarie e fiscali che si manterranno più restrittive. I tassi alti sono comunque vantaggiosi per gli investitori a lungo termine, nonostante i problemi sul fronte del ricorso al credito per famiglie e imprese. Su un orizzonte di 10 anni prevediamo rendimenti annualizzati compresi tra il 2,9% ed il 3,9% per le obbligazioni dell'area Euro, mentre per l'obbligazionario globale a cambio coperto stimiamo un range tra il 2,8% e il 3,8%.

Pisani: Un cambio di rotta nella politica delle Banche Centrali è probabile quest'anno, dal momento che la pressione sui prezzi si è attenuata e l'attività economica ha rallentato. Rimaniamo convinti che una lieve recessione si materializzerà negli Usa nel primo semestre 2024, pertanto manteniamo un atteggiamento difensivo. Rimaniamo agili nella gestione della duration, con un bias da neutrale a positivo sui Treasury Usa. La Bce, invece, posticiperà probabilmente il primo taglio dei tassi, pertanto manteniamo un atteggiamento più neutrale sui Treasury in euro nella prima parte dell'anno, preferendo esposizioni All maturity. Preferiamo, inoltre, il credito di qualità Investment grade rispetto all'High yield. Grazie a una gamma di Etf obbligazionari compete sui titoli corporate e governativi, esposta a tutti i bucket di curva ed ricca di esposizioni vanilla ed ESG, con Amundi gli investitori possono comporre la propria allocazione obbligazionaria Core e tattica, nel modo più adatto alle proprie convinzioni ed esigenze.

Giangrande: Dopo due anni negativi (2021 e 2022) e un 2023 contrastato, ma finito molto bene, la Cio view di DWS ritiene che il 2024 possa essere davvero l'anno delle obbligazioni. Un contesto economico in rallentamento è infatti, in generale, positivo per il Fixed income, soprattutto in considerazione del fatto che il nostro team di ricerca prevede che la recessione economica possa essere lieve e la successiva fase di ripresa abbastanza lenta. L'inflazione dovrebbe scendere sotto il 3% entro la fine del 2024, avvicinandosi alla cosiddetta comfort zone sia della Fed che della Banca Centrale Europea. Sui governativi le scelte di portafoglio di DWS sono indirizzate comunque a evitare rischi eccessivi e privilegiare scadenze

comprese tra due e sette anni. Le politiche delle Banche Centrali rimangono infatti "data dependent", inoltre sembra persistere un'elevata volatilità dei tassi in dollari, anche a causa delle forti necessità di rifinanziamento del governo americano. Se la recessione sarà come detto lieve, non c'è motivo di aspettarsi un forte incremento degli spread di credito delle obbligazioni societarie Investment grade, di conseguenza, si tratta di una delle nostre asset class preferite. In sintesi, una melodia non troppo allegra può essere musica per l'orecchio delle obbligazioni, anche perché in questo contesto è prevedibile che le stesse Banche Centrali possano iniziare a tagliare i tassi a partire dalla metà del 2024.

Branda: Ci aspettiamo ancora molto interesse per i governativi e per le obbligazioni societarie Investment grade. Il tratto di curva 1/5 anni statunitense è quello attualmente preferito dagli investitori. I flussi sui nostri Etf focalizzati su corporate Investment grade americani e su bond sovranazionali in dollari sono stati importanti in questa primissima fase del nuovo anno, che conferma di seguire la scia della fine del 2023. Per il resto, la situazione è molto fluida, con le Banche Centrali che restano "data oriented" nella definizione delle decisioni di politica monetaria.

Anselmi: I tassi d'interesse sono ormai a livelli interessanti e per molti investitori ha senso bloccare quei livelli tramite asset con duration più elevata. Riteniamo che le strategie focalizzate su emittenti di qualità superiore possano fungere da ammortizzatore contro una recessione inaspettata. Il tema della qualità vale anche per le esposizioni di breve duration. Sebbene un atterraggio morbido (soft landing) sia lo scenario preferito, gli spread potrebbero comunque allargarsi per gli asset di qualità inferiore, e il contesto macroeconomico e politico generale rimane fragile. Per ora, l'inflazione è su una traiettoria discendente, ma eventi geopolitici o fenomeni climatici come El Niño potrebbero sconvolgere le aspettative di consenso. Riteniamo quindi abbia senso orientarsi verso asset con una duration più alta e una qualità più elevata, ma gli investitori dovrebbero rimanere sufficientemente agili e detenere in portafoglio anche strumenti con una duration più breve.

Nel 2023, le strategie attive preferite agli Etf passivi e Smart beta

I clienti di J.P. Morgan AM hanno apprezzato in particolare gli Etf REI sulla geografia statunitense, globale ed europea, per allocazioni strategiche e di lungo periodo

di Marco Ciatto

J.P. Morgan Asset Management è la divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e, con oltre 2.900 miliardi di dollari di attivi in gestione, è uno dei principali gestori patrimoniali per privati, consulenti e istituzioni. A livello globale, i suoi dipendenti sono distribuiti in 16 Paesi nel continente americano e nelle regioni Emea e Asia Pacifico. Oggi conta su oltre 1.160 professionisti degli investimenti e più di 350 analisti di ricerca fondamentale. J.P. Morgan Asset Management ha oltre 600 strategie d'investimento gestite attivamente e in Italia è tra i maggiori gestori esteri, offrendo una vasta gamma di fondi comuni ed Etf che spazia tra obbligazionari, azionari e multi asset con esposizione sulle diverse aree geografiche globali.

Fonte dei dati: J.P. Morgan Asset Management, 30 settembre 2023.

L'appetito per gli Etf attivi sta crescendo. Negli Stati Uniti quasi un quarto della raccolta 2023 ha riguardato Etf attivi, mentre in Europa la percentuale è prossima al 5%, ma in forte crescita rispetto al 2022 e ai precedenti anni (vedi grafico 1). Inoltre, nella sola Borsa Italiana, quasi un Etf su cinque lanciato lo scorso anno è a gestione attiva, segno che qualcosa sta cambiando nell'universo degli investitori in Etf. Mondolinvestor ha incontrato **Andrea Aurilia**, Country Head per l'Italia di J.P. Morgan Asset Management, che è il maggior rappresentante di questa categoria di Etf, per conoscere le strategie che i suoi investitori hanno più apprezzato, comprenderne il tipo di approccio e per avere una view sulle tendenze del nuovo anno.

Il 2023 si è chiuso per gli Etf con un record di raccolta in Europa: quali sono stati i vostri primi tre prodotti in termini di afflussi e quali approcci e asset class hanno preferito i vostri investitori?

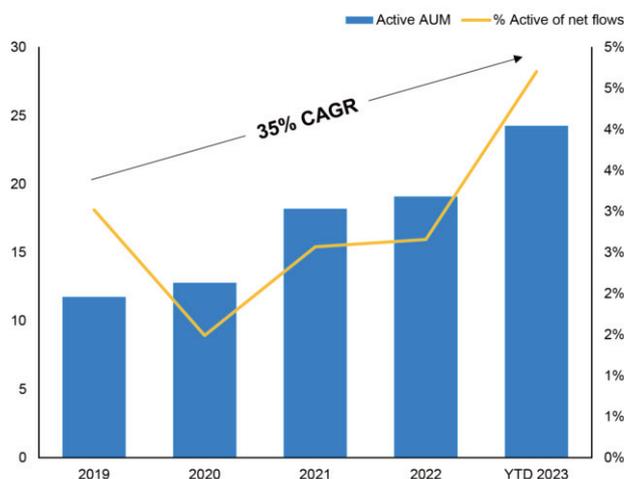
Nel 2023, le nostre strategie in Etf più vendute sono state quelle azionarie attive Research Enhanced Index (REI). In particolare, a livello europeo (dati Morningstar e Bloomberg), gli Etf REI sulla geografia statunitense, globale ed europea hanno raccolto 2,5 e 2,3 miliardi di dollari e 631 milioni di dollari, rispettivamente, portando il patrimonio di questi Etf a 5,1, 3,8 e 1,1 miliardi di dollari. Gli investitori europei hanno favorito soprattutto le nostre strategie attive, rispetto a quelle passive e Smart beta, e l'asset class azionaria.

Una delle caratteristiche più apprezzate dei nostri Etf azionari bestseller, Research Enhanced Index, è stata l'assenza di tilt regionali, settoriali o fattoriali, in favore di una selezione attiva delle singole azioni, guidata dalla nostra ricerca e analisi fondamentale. La possibilità di ottenere il beta di mercato con una gestione attiva del rischio e un marginale valore aggiunto ha convinto numerosi investitori a utilizzare progressivamente questi Etf per allocazioni strategiche/di lungo periodo, specialmente con l'aumentare della volatilità dei mercati.

Avete lanciato diversi nuovi Etf lo scorso anno: potete soffermarvi, entrando nel dettaglio, su quelli che ritenete più innovativi?

Il lancio più innovativo del 2023 riguarda l'Etf azionario attivo Global Equity Premium Income, che dà accesso a un portafoglio azionario globale difensivo, a cui si unisce un overlay di opzioni call su indici che vengono vendute "Out of the money" per incassare i premi e aumentare il rendimento della strategia. Questo Etf applica l'approccio d'investimento del più grande Etf attivo al mondo, JEPI, parte del nostro range statunitense, alla piattaforma Ucits e all'universo dell'azionario globale, e prospetta un reddito annualiz-

EVOLUZIONE DEGLI AUM E FLUSSI NETTI IN ETF ATTIVI IN EUROPA



Fonte: Morningstar, al 31 agosto 2023, in miliardi di dollari. Sono inclusi tutti gli Etf domiciliati in Europa, esclusi i fondi del mercato monetario.

grafico 1

zato compreso tra l'8 e il 10% (al lordo delle commissioni), che può essere capitalizzato o distribuito mensilmente. Un altro nostro lancio innovativo del 2023 riguarda una strategia obbligazionaria Global Aggregate, già esistente in veicolo Sicav dal 2009 e con oltre 11 miliardi di dollari di asset in gestione a livello di strategia, che mira a sovraperformare il benchmark Bloomberg Global Aggregate Tr Usd Unhedged di circa 75 punti base, attraverso un approccio misto "top down" e "bottom up", sfruttando la capacità di selezione dei singoli titoli, la rotazione settoriale e la gestione attiva della duration (+/-2 anni versus benchmark).

La sostenibilità negli investimenti è ancora una caratteristica molto richiesta dagli investitori? Come viene trattato questo aspetto nei vostri Etf?

Il trend degli investimenti sostenibili iniziato intorno al 2018 è un fenomeno di lungo periodo, che ha conosciuto un parziale rallentamento in termini di flussi nel 2023, ma che ha registrato un incremento stabile nelle masse gestite dal 2019 a oggi.

Gli investitori europei, e in particolare quelli italiani, sono molto avanti nell'ambito della sostenibilità, e varie ricerche mostrano come il passaggio generazionale in atto dai baby boomers ai millennials, che si concluderà approssimativamente nel 2030, porterà a una crescente domanda di portafogli e strumenti ESG integrati. Tutti i nostri Etf attivi integrano i criteri ESG nelle scelte d'investimento, venendo categorizzati come Articolo 8 ai sensi dell'SFDR (solo l'Etf Global Equity Premium Income è classificato Articolo 6, a fronte dell'utilizzo di contratti derivati), con alcune strategie marcatamente sostenibili (di tipo SRI, Paris Aligned, Carbon Transition o Green Bond) che vengono classificate come Articolo 9. In linea di massima, il nostro approccio alla sostenibilità prevede l'applicazione di un numero limitato di screening settoriali ex ante e, per contro, è incentrato sull'integrazione dei fattori ESG nei processi di ricerca e selezione, con l'impegno dei nostri analisti a sviluppare una comprensione completa delle aziende dal punto di vista E, S e G, oltre che dal punto di vista finanzia-

rio. In sede di ricerca e negli oltre 5.000 contatti aziendali che avvengono durante l'anno, i nostri analisti sottopongono il management delle società a un questionario proprietario di 40 domande (che diventano 98 se le società operano in Paesi emergenti), investigano eventuali problematiche sociali, ambientali e di governance, e integrano le informazioni finanziariamente materiali nella categorizzazione e rating interni delle società, che incide sul dimensionamento delle posizioni nei portafogli. Questo nostro approccio, che tende a tradursi in portafogli a basso tracking error rispetto agli indici tradizionali, è piaciuto molto agli investitori e ha consentito tipicamente maggiore flessibilità in sede di ribilanciamento dei portafogli, evitando sbilanciamenti non intenzionali verso specifici settori o stili.

Gli investimenti tematici sono stati fonte di gioie e dolori nel 2023: quali trend vedete favoriti quest'anno?

L'"innamoramento" da parte degli investitori europei per i fondi tematici sembra essersi molto ridimensionato: l'ultimo anno positivo in termini di flussi è stato il 2022, ma già nel 2023 il mercato ha assistito a forti deflussi. Nel 2023, tra i pochi temi che invece sono andati controcorrente, con un fortissimo interesse da parte degli investitori, c'è stato quello dell'AI, con flussi positivi e un effetto secondario di forte "concentrazione", fenomeno che sta iniziando a far riflettere sulle prospettive, ma anche sui potenziali rischi.

Il gestore cosiddetto "tematico" ha tra le sue principali priorità quella di costruire un portafoglio di azioni con le migliori caratteristiche tematiche, che sono cioè più correlate al "tema", tendenzialmente non legato ad alcun benchmark, né in termini di composizione né di volatilità. Alcuni fondi investono genericamente sulle aziende esposte in qualche modo a quel tema, mentre altri invece si specializzano sulle nicchie dei "pure player". In momenti di alta tensione sui mercati come il 2022, queste caratteristiche hanno lasciato però gli investitori esposti alla maggiore volatilità rispetto agli indici, ma soprattutto all'alta correlazione tra diversi prodotti tematici. Inoltre, la massimizzazione del "tema" può lasciare espo-

sto l'investitore a possibili effetti "bolla", cioè quando i prezzi di mercato non rispecchiano più i fondamentali di crescita e profittabilità della singola azienda, con effetti molto dannosi sui rendimenti degli investimenti, non solo nel breve periodo, ma anche sui rendimenti nel lungo termine.

Per questo in J.P. Morgan Asset Management non siamo interessati ai trend, ma utilizziamo un approccio globale, molto selettivo, basato su processi d'investimento rigorosi che sfruttano il know how di una delle piattaforme di ricerca e analisi fondamentale più grandi al mondo.

Cosa dovrebbero attendersi ora gli investitori in termini di politica monetaria e quali implicazioni potrebbe avere sugli investimenti?

Le Banche Centrali dovrebbero aver raggiunto il picco dei tassi e ora i mercati ragionano sul timing dell'inizio dei primi tagli.

Negli ultimi mesi del 2023, i mercati obbligazionari e azionari si sono predisposti per tagli imminenti attesi entro il primo trimestre dell'anno. Tuttavia, riteniamo che non ci siano ancora le condizioni ideali per uno scenario di questo tipo.

Pensiamo che sia più coerente aspettarsi l'inizio dei tagli, soprattutto negli Stati Uniti, a metà dell'anno in corso, circostanza che avrà forti ripercussioni sui mercati. Storicamente, un contesto di taglio dei tassi, o fine di un ciclo restrittivo di politica monetaria, si è dimostrato particolarmente favorevole alle obbligazioni. È lecito attendersi ancora volatilità per l'incertezza sul timing dell'inizio della fase espansiva di politica monetaria, come già avvenuto nel 2023, e ciò suggerisce il mantenimento di un approccio prudente che prediliga le duration brevi e medie. Per le azioni l'effetto finale di questo contesto potrebbe essere più incerto e molto dipenderà da come reagirà l'economia alla prolungata fase di condizioni finanziarie restrittive. Tuttavia, la fine di politiche monetarie restrittive si è dimostrata storicamente positiva anche per i mercati azionari. In questo momento l'azionario è favorito da segnali di buona tenuta dell'economia, da un aumento delle probabilità di soft landing e da livelli di valutazione non eccessivi.

Il mercato europeo degli Etf raggiungerà la pietra miliare dei 2.000 miliardi di dollari di AuM nel 2024

Sono le previsioni di ETFbook, che rileva nuove dinamiche in corso: dall'espansione degli Etf attivi e Fixed income a nuovi modelli di distribuzione e canali di consulenza

di Marco Ciatto

ETFbook è una piattaforma di informazioni, dati e analisi nata con la missione di diffondere l'uso efficace dei dati analitici degli Etf per trasformare le idee in azioni che possono essere messe in pratica, come la selezione e la ricerca di fondi, la scoperta di tendenze, lo sviluppo di nuovi prodotti o contenuti e grafici di marketing sorprendenti. Le competenze principali di ETFbook comprendono lo sviluppo di schede analitiche (ESG, Fixed Income, Smart beta ecc..) che aiutano a prendere decisioni, a condividere i contenuti analitici all'interno di un'organizzazione e a evitare la necessità di sviluppare soluzioni software interne. I servizi di ETFbook includono anche le API (Application Programming Interface).

ETFbook supporta tutti i partecipanti del mercato europeo degli Etf/Etp con dati di altissima qualità, una piattaforma analitica intuitiva e una profonda conoscenza del settore. La copertura attuale è di oltre 4.000 Etf domiciliati in Europa, mentre gli Etf statunitensi saranno presto integrati nella piattaforma.

Muoversi nell'universo degli Etf Ucits in Europa, che contava ben 2.100 Etf (single listed) a fine 2023, può essere abbastanza complesso anche per un investitore professionale. La varietà di Etf passivi, attivi e Smart beta è cresciuta sia di numero sia per strategie, spesso apparentemente molto simili tra loro. Tuttavia, gli investitori possono contare su una piattaforma online, [etfbook.com](https://www.etfbook.com), per la selezione, ricerca e comparazione degli Etf. Mondolinvestor ha intervistato **Pawel Janus**, Ph.D. Head of Analytics, e **Gilles Meyruey**, Business Development Advisor and Head of Sales, di ETFbook, per comprendere quale tipo di dati e informazioni sono raccolti, come sono utilizzati e quali interazioni vi siano tra investitori, emittenti e partecipanti dell'industria ETF.

Chi è ETFbook, quali servizi fornisce e a quale clientela si rivolge?

ETFbook è un'azienda con sede in Svizzera specializzata in dati, analisi e servizi per gli Etf ed Etp. Abbiamo professionisti in tutta l'area Emea, tra cui Zurigo, Londra, Parigi, Amsterdam, Dublino, e i nostri team di dati e tecnologia sono basati in Svizzera, Italia e Polonia. La copertura dei dati di ETFbook comprende attualmente gli Etf basati in Europa (compresi Etn, Etc e Crypto Etp), mentre i dati sugli Etf statunitensi saranno aggiunti nella prima metà del 2024. I nostri servizi sono suddivisi in quattro aree: a) dati di riferimento sugli Etf, b) flussi primari degli Etf, c) volumi e spread delle sedi secondarie (Mtf) degli Etf, d) servizi operativi, come il calcolo primario del PCF (file di composizione del portafoglio) o lo Slippage engine.

Come è strutturato il vostro database ETF? Quali dati possono trovare

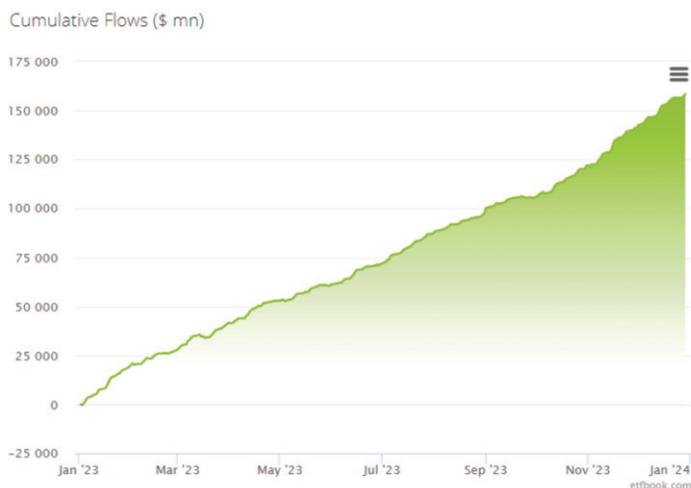
gli investitori e che tipo di selezione/confronto è possibile fare?

Le nostre banche dati rientrano nelle seguenti categorie: a) dati di riferimento, b) AuM e flussi, c) liquidità secondaria, d) partecipazioni, e) documenti informativi. In sostanza, tutti i dati necessari per effettuare ricerche di mercato, selezione di gestori, selezione di fondi, identificazione di tendenze o valutazione della liquidità. Ad esempio, se l'investitore è alla ricerca di Etf Ucits correlati all' Msci-World, siamo in grado di fornire informazioni sui prodotti disponibili, le loro quotazioni, gli AuM, le commissioni, i flussi, la liquidità secondaria, il tipo di replica, il domicilio ecc.. Tutti i nostri dati provengono direttamente dagli emittenti o, nel caso dei mercati secondari, dalle piattaforme di negoziazione.

Fornite servizi anche agli emittenti di Etf? Di che tipo e quale supporto possono avere da ETFbook?

In linea di massima, i nostri clienti rientrano in sei categorie: a) emittenti, b) fornitori di servizi ai fondi (compresi i depositari), c) Market maker e Partecipanti autorizzati, d) Borse, e) Fornitori di indici, f) Buy/Side (Asset manager, Wealth manager, assicurazioni, Family office, fondi pensione ecc..). Per quanto riguarda specificamente gli emittenti, utilizzano ETFbook per monitorare le tendenze dei flussi, i lanci di nuovi prodotti, le commissioni (e la loro redditività) dei fondi rispetto ai concorrenti, l'analisi della loro competitività rispetto ai gruppi di appartenenza ecc.. In altre parole, molti team come i Capital market desk, i team di sviluppo dei prodotti, la distribuzione, il marketing o il management possono utilizzare ETFbook in modo leggermente diverso, ma tutti per ottenere informazioni sul mercato. Offriamo

L'EVOLUZIONE DELLA RACCOLTA DEGLI ETF/ETP IN EUROPA NEL 2023



Fonte: ETFbook, al 31 dicembre 2023.

grafico 1

anche servizi più sofisticati agli emittenti, tra cui il servizio PCF (Portfolio Composition Files), che prevede il calcolo, la convalida e la diffusione del portafoglio alle parti interessate, comprese le piattaforme di creazione/rimborso delle quote.

Dal vostro osservatorio, come giudicate l'anno 2023 per gli Etf europei? Quali categorie di Etf hanno registrato i maggiori afflussi e deflussi durante l'anno?

Il 2023 è stato un anno positivo, con il mercato europeo degli Etf/Etp che ha superato i 1.800 miliardi di dollari in AuM e con oltre 158 miliardi di dollari di nuovi capitali netti (vedi tabella 1 e grafico 1). L'azionario e il reddito fisso hanno suscitato un forte interesse in tutti i settori e si è registrato un aumento anche nello spettro degli Etp su criptovalute. Per quanto riguarda le esposizioni, i ben-

chmark azionari Core come l'S&P 500 (o l'S&P 500 Equal Weight), l'Msci World o il Ftse All World hanno registrato grandi afflussi, indicando che gli investitori hanno diversificato le loro esposizioni.

In particolare, quali asset class azionarie e obbligazionarie sono state preferite nel primo e nel secondo semestre del 2023?

Gli afflussi nel reddito fisso sono stati molto persistenti per tutto l'anno 2023, con un'attenzione maggiore agli Etf sui titoli di Stato nella prima metà, e poi un flusso relativamente maggiore verso gli Etf sulle obbligazioni societarie. Inoltre, è emerso chiaramente che gli investitori si sono posizionati in modo attivo su diverse strutture a termine, come 0/1, 1/5 o 10+ anni. L'offerta in questo settore è molto ampia, con Etf di dimensioni notevoli che consentono agli investitori di gestire i rischi di duration, di credito, ecc.. Per quanto riguarda l'azionario, abbiamo assistito a un rallentamento delle esposizioni ESG, mentre è cresciuto notevolmente l'interesse per le esposizioni Core, in altre parole "l'azionario Core è tornato!".

Come prevedete che si evolverà il mercato degli Etf in Europa nei prossimi tre anni, in particolare il segmento degli attivi? E gli Etf ESG e tematici? Ci sono altre tendenze che vedete in procinto di emergere?

Noi di ETFbook prevediamo che il mercato europeo degli Etf raggiungerà la pietra miliare dei 2.000 miliardi di dollari di AuM nel 2024, dopodiché la strada verso i 3.000 miliardi di AuM è aperta. Si stanno verificando molte nuove dinamiche, tra cui un maggior numero di Etf attivi, più conversioni da fondi comuni a Etf, nuovi operatori, innovazione nell'offerta, ma anche cambiamenti nei modelli di distribuzione e un maggiore ruolo dei canali di consulenza. Per quanto riguarda le sottocategorie di Etf, gli approcci ESG hanno subito un lieve rallentamento, mentre gli investimenti tematici vedono alti e bassi. Il 2023 è stato chiaramente l'anno del reddito fisso e nel breve periodo assisteremo a una maggiore innovazione e offerta di Etf obbligazionari, compresi gli Etf attivi Fixed income.

FLUSSI E PATRIMONI (AuM) DEGLI ETF/ETP IN EUROPA

Asset class	# Etf/Etp	# Share class	AuM (mln Usd)	AuM %le	Totale flussi netti
Azionario	1.707	2.378	1.246.327,59	68,55%	97.026,12
Reddito fisso	521	1.186	444.124,38	24,43%	69.798,33
Materie prime	320	365	113.017,32	6,22%	-9.949,63
Criptoalute	135	136	8.765,94	0,48%	1.058,05
Multiasset	22	32	4.171,26	0,23%	640,00
Alternativi	60	63	1.821,41	0,10%	-209,10
Totale	2.765	4.160	1.818.227,90	100,00%	158.363,76

Fonte: ETFbook, al 31 dicembre 2023.

Tabella 1

Nuovo record per gli Etf ed Etp quotati in Europa, il cui patrimonio giunge a 1.819 miliardi di dollari

Nel 2023 la raccolta dell'industria segna il secondo miglior risultato di sempre, con il dato aggregato dell'ultimo decennio che oltrepassa la soglia dei 1.000 miliardi

di **Thomas Cataldo**

L'EVOLUZIONE DELLA RACCOLTA NETTA ANNUA DEGLI ETF/ETP IN EUROPA

Anno	Raccolta netta
2023	155,9
2022	89,0
2021	193,6
2020	119,9
2019	125,3
2018	56,7
2017	108,3
2016	55,6
2015	82,0
2014	62,0
Totale 2014/2023	1.048,3

Dati in miliardi di euro. Fonte: ETFGI.

L'industria europea degli Etf ed Etp chiude un altro anno in crescita, con il patrimonio amministrato che arriva a 1.819 miliardi di dollari a dicembre 2023, segnando un nuovo record. A contribuire a questo risultato è stata sicuramente la raccolta positiva, specialmente per il segmento azionario dove tutte le aree geografiche hanno chiuso l'anno con un net inflow, a cui si è aggiunta una performance positiva nel corso dell'anno sia dei listini azionari che obbligazionari, entrambi favoriti dal raffreddamento dell'inflazione e dal conseguente rallentamento delle politiche monetarie restrittive da parte delle Banche Centrali. Infatti, guardando al dato della raccolta netta degli Etf ed Etp nel Vecchio Continente, tra gennaio e dicembre 2023 tali prodotti hanno totalizzato afflussi per 155,9 miliardi di dollari, segnando il secondo miglior risultato di sempre dopo il 2021, con il dato aggregato dell'ultimo decennio che oltrepassa la soglia dei 1.000 miliardi.

Anche a livello globale il patrimonio degli Etf ed Etp tocca un nuovo record pari a 11.634 miliardi di dollari, in crescita del 25,6% rispetto alla fine del 2022, grazie ad una raccolta netta nel corso dell'anno pari a 975 miliardi. È questo quanto emerge dal nuovo report "Global ETF and ETP Industry Insights", un servizio di ricerca realizzato da ETFGI.

Il mercato a livello globale

Il patrimonio degli Etf ed Etp quotati in tutto il mondo è passato da 9.260 a 11.634 miliardi di dollari tra la fine del 2022 e dicembre 2023, un dato in crescita del 25,6%. A livello globale, sono disponibili 11.869 prodotti (single listed) quotati su 81 Borse, in 63 differenti Paesi, e forniti da 731 diversi emittenti. Lo scorso anno la raccolta netta ha stabilito il secondo miglior risultato di sempre, pari a 975 miliardi di dollari, con il dato mensile che è positivo da 55 mesi consecutivi, un risultato inferiore solamente agli afflussi di 1.290 miliardi regi-

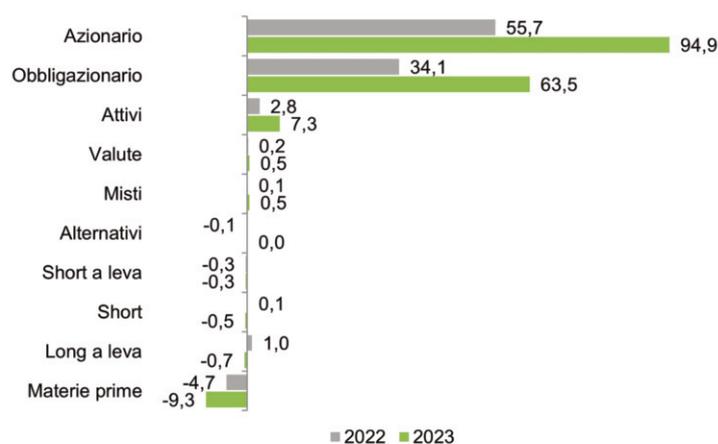
LA CRESCITA DEGLI ASSET DEGLI ETF E DEGLI ETP A LIVELLO EUROPEO



Dati in miliardi di dollari. Fonte: ETFGI, a fine dicembre 2023.

grafico 1

FLUSSI DEGLI ETF/ETP PER TIPOLOGIA DI ASSET CLASS

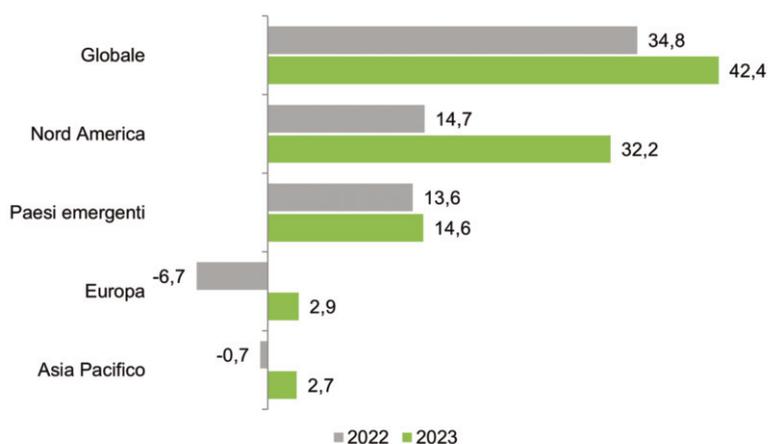


Dati in miliardi di dollari. Fonte: ETFGI, a fine dicembre 2023.

grafico 2

strati nel corso del 2021. A guidare le nuove sottoscrizioni nel corso del 2023 sono stati gli Etf ed Etp azionari (532,4 miliardi di raccolta) ed obbligazionari (271,7 miliardi), con entrambe le asset class che hanno mostrato una raccolta superiore a quella del 2022, cresciuta rispettivamente dell'11% e del 15%. I prodotti attivi realizzano una raccolta netta di 183,4 miliardi, in crescita rispetto ai 123,7 miliardi del 2022. Continuano invece i deflussi sui prodotti sulle materie prime, che hanno subito net outflow pari a 15,5 miliardi, un dato simile ai deflussi di 16,4 miliardi ottenuti l'anno precedente.

FLUSSI DEGLI ETF/ETP SULL'AZIONARIO



Dati in miliardi di dollari. Fonte: ETFGI, a fine dicembre 2023.

grafico 3

Il mercato europeo

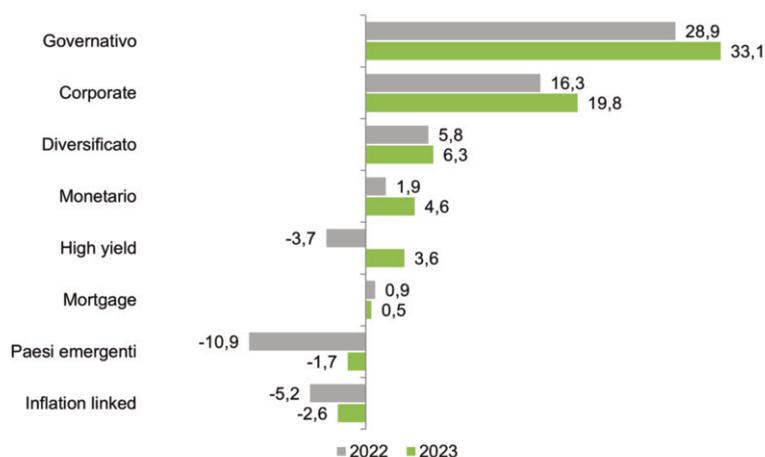
Il patrimonio degli Etf ed Etp quotati in Europa ammonta a 1.819 miliardi di dollari a dicembre 2023, realizzando un incremento del 28,2% a confronto dei 1.419 miliardi di fine 2022 (vedi grafico 1, pag 60). Guardando alla raccolta, gli afflussi del 2023 sono stati pari a 155,9 miliardi, in grande crescita rispetto agli 89 miliardi del 2022. Guardando agli ultimi dieci anni il valore complessivo delle nuove sottoscrizioni nette degli Etf ed Etp ha superato la soglia dei 1.000 miliardi di dollari, con un ammontare medio della raccolta annua di circa 100 miliardi dal 2014 al 2023.

Dall'osservazione dei flussi netti emerge che gli Etf ed Etp azionari hanno trainato la raccolta dell'industria nel 2023, con afflussi pari a 94,9 miliardi di dollari, un valore quasi raddoppiato rispetto ai 55,7 miliardi del 2022. I prodotti obbligazionari hanno registrato afflussi per 63,5 miliardi, anche loro quasi raddoppiati rispetto ai 34,1 miliardi dell'anno precedente (vedi grafico 2).

Guardando alle altre asset class, gli Etf attivi hanno raccolto 7,3 miliardi nel 2023 (un dato in forte aumento rispetto ai 2,7 miliardi del 2022) mentre i prodotti sulle materie prime hanno raddoppiato il deflusso rispetto all'anno precedente, passando da un net outflow di 4,7 miliardi nel 2022 a uno di 9,2 miliardi nel 2023. Positiva anche la raccolta dei prodotti sulle valute (485 milioni) e misti (470 milioni), con entrambe le categorie che hanno moltiplicato il risultato del 2022 (rispettivamente pari a 166 milioni e 104 milioni). Gli Etf alternativi hanno invertito il risultato dell'anno precedente, passando da un deflusso di 56 milioni ad un afflusso di 38 milioni. Discorso opposto invece per i prodotti a leva long, passati da un afflusso di 1 miliardo nel 2022 ad un deflusso pari a 679 milioni nel 2023, e per i prodotti short (-492 milioni nel 2023 dopo un risultato positivo di 71 milioni l'anno precedente). Risultato in linea con l'anno precedente per i prodotti a leva short, i quali hanno segnato un net outflow pari a 349 milioni.

Entrando nel dettaglio delle nuove sottoscrizioni di Etf ed Etp azionari, al comando ci sono i prodotti globali, i

FLUSSI DEGLI ETF/ETP SULL'OBBLIGAZIONARIO



Dati in miliardi di dollari. Fonte: ETFGI, a fine dicembre 2023.

grafico 4

quali registrano afflussi pari a 42,4 miliardi di dollari nel 2023 (dato in aumento rispetto ai 34,8 miliardi del 2022), seguiti da quelli sul Nord America, anch'essi con un risultato superiore rispetto all'anno precedente (32,2 miliardi rispetto ai 14,7 miliardi del 2022, *vedi grafico 3, pag. 61*). Flussi netti positivi e in aumento per i prodotti azionari sui Paesi emergenti, i quali hanno raccolto 14,6 miliardi nel 2023 rispetto ai 13,6 miliardi dell'anno precedente. Positivo anche il dato degli Etf ed Etp sull'azionario dell'Europa (2,9 miliardi di raccolta) e dell'Asia Pacifico (2,7 miliardi), con entrambe le categorie

in grado di invertire il trend rispetto all'anno scorso, dove la raccolta era stata negativa rispettivamente di 6,7 miliardi e 685 milioni.

Passando all'analisi del reddito fisso, nel 2023 sono stati gli Etf ed Etp sulle obbligazioni governative a comandare la graduatoria della raccolta, con 33,1 miliardi di dollari, un dato in aumento rispetto ai 28,9 miliardi dell'anno precedente. Stesso discorso per i prodotti sui corporate bond, i quali passano da una raccolta di 16,3 miliardi ad una di 19,8 miliardi nel corso dell'anno appena concluso. Seguono nella classifica del 2023 gli Etf su indici diversificati (6,3 miliardi)

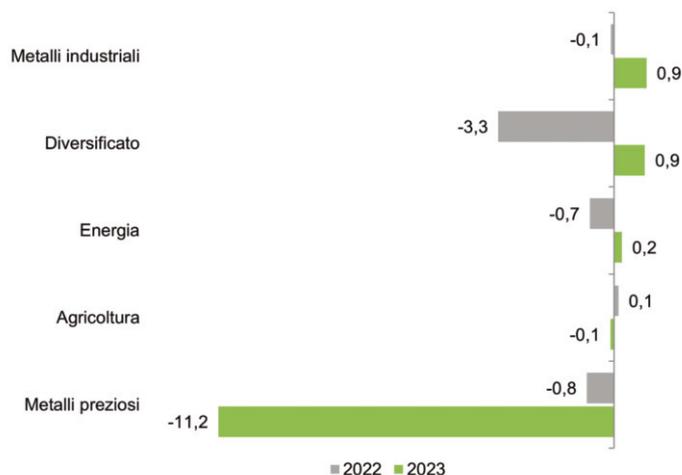
e quelli sul mercato monetario (4,6 miliardi, *vedi grafico 4*). Risultato particolarmente positivo per gli Etf sui titoli high yield, i quali passano da 3,7 miliardi di deflussi nel 2022 ad una raccolta positiva di 3,6 miliardi nel corso del 2023. Gli Etf ed Etp sui mortgage ottengono dei flussi netti positivi inferiori al miliardo (522 milioni), mentre subiscono deflussi netti i prodotti sui titoli inflation linked (-2,6 miliardi) e sui mercati emergenti (-1,7 miliardi).

Per quanto riguarda gli Etf ed Etp sulle materie prime, alcune categorie sono riuscite a segnare un dato positivo. I prodotti sui metalli industriali, infatti, hanno registrato afflussi pari a 924 milioni, ribaltando il risultato del 2022 (che era stato negativo per 88 milioni). Discorso analogo per gli Etf ed Etp che investono sulle commodity in modo diversificato (879 milioni di raccolta nel corso del 2023, *vedi grafico 5*) e per i prodotti sull'energia (229 milioni). Il dato complessivo dell'asset class è però fortemente influenzato dal risultato dei prodotti focalizzati sui metalli preziosi, che nel corso del 2023 hanno subito deflussi pari a 11,2 miliardi, amplificando notevolmente il deflusso del 2022 che era invece pari a 764 milioni. Tale risultato è imputabile quasi interamente ai prodotti sull'oro, i quali hanno subito deflussi pari a 11 miliardi.

iShares guida la classifica di raccolta netta per singolo emittente nel 2023 con 69,5 miliardi di dollari, seguito da Xtrackers (21 miliardi) e Vanguard (17,8 miliardi).

Analizzando la distribuzione degli Aum tra i 2.948 prodotti (single listed) quotati sul mercato europeo a fine dicembre, risulta che i primi 100 Etf ed Etp gestiscono un patrimonio pari al 42,2% rispetto a quello amministrato complessivamente dall'industria, con 403 prodotti che hanno asset superiori al miliardo di dollari. Sono 1.682, invece, gli Etf ed Etp che detengono asset inferiori ai 100 milioni, 1.421 quelli sotto i 50 milioni, e 914 quelli che non superano la soglia dei 10 milioni di dollari. Infine, nel corso del 2023 sono stati quotati 250 nuovi Etf/Etp (single listed) da 50 diversi emittenti, mentre 215 sono stati chiusi o fusi in altri comparti.

FLUSSI DEGLI ETF/ETP SULLE MATERIE PRIME



Dati in miliardi di dollari. Fonte: ETFGI, a fine dicembre 2023.

grafico 5

L'industria degli Etf e i settori della difesa militare e informatica

Sono tra i principali temi di attualità, da due anni a questa parte, e all'interno del variegato mondo degli Etf tematici trovano una loro collocazione anche su Borsa Italiana

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche di Consultique SCF

Consultique SCF è la società leader in Italia nell'analisi e consulenza finanziaria indipendente. Fondata da Cesare Armellini, Giuseppe Romano e Luca Mainò nel 2001, ha come mission la diffusione della consulenza finanziaria indipendente presso gli investitori italiani. Con oltre 20 anni di esperienza, Consultique SCF fornisce consulenza finanziaria indipendente a clienti privati, aziende e istituzioni, e offre assistenza in via continuativa a oltre l'80% dei professionisti (CFA) e delle società di consulenza finanziaria (SCF) iscritte all'Albo OCF e operative sul territorio italiano. Dal 2004, Consultique è il principale fornitore di analisi per il Sole 24 Ore, con pubblicazioni settimanali e mensili di articoli e rating di Etf e fondi pensione. Consultique è fondatore di NAFOP (National Association Fee Only Planners), la prima associazione nazionale dei consulenti finanziari indipendenti (ora ridenominati in "autonomi"). In qualità di associazione più rappresentativa, NAFOP risiede oggi nel Comitato Direttivo e Ristretto dell'OCF. Il Presidente dell'Associazione è Cesare Armellini, Ceo di Consultique. Nel 2011 ha fondato il primo evento nazionale della consulenza finanziaria indipendente, il "Fee Only Summit", che si tiene annualmente nella città di Verona e che ad oggi, con oltre 1.500 operatori del settore iscritti ogni anno, è uno dei principali eventi nel panorama finanziario italiano.

Il 2023 è passato alla cronaca come un anno di rialzi "inaspettati". A inizio anno, dopo un 2022 complicato per le Borse globali, le previsioni erano tutt'altro che positive. Ci si aspettavano una recessione, mercati azionari in discesa e obbligazionari al rialzo. Molte delle view sono state smentite. L'indice Msci World è salito del 24,4%, gli indici americani S&P500 del 21,9% e il Nasdaq del 18,5%, mentre l'Europa del 13,9%.

Tra le tematiche che meglio hanno performato durante il 2023, oltre ai tecnologici, come semiconduttori ed intelligenza artificiale, le cui valutazioni allo stato attuale risultano molto elevate, si trovano proprio: cybersicurezza +35,1% e il settore della difesa militare +34,3%, spinto dalle recenti evoluzioni geopolitiche.

Il legame tra conflitti e profitti dei titoli della difesa non è così semplice come si potrebbe immaginare. Dopo l'incurisione di Hamas in Israele del 7 ottobre, i titoli della difesa hanno registrato rialzi generalizzati. Alcuni pensano che questa sia stata una reazione semplicistica e addirittura esagerata allo scoppio della guerra, e che non ci siano al suo interno connotati di natura fondamentale, infatti, questi appaiono già da tempo tutti scontati dai prezzi.

Al di là dei vari contesti economici e geopolitici caratterizzanti i diversi momenti storici, l'industria del settore delle armi e della difesa sembra non conoscere crisi. Secondo il SIPRI (Stockholm International Peace Research Institute), nell'ultimo decennio le spese militari globali hanno conosciuto un costante incremento, passando da 1,8 miliardi di dollari nel 2011 a 2,1 miliardi di dollari nel 2021, con un aumento di quasi il 10%. Ma è il 2022 che sarà

ricordato come l'anno del cambio di marcia. Sempre secondo l'Istituto di Stoccolma, le spese militari a livello mondiale hanno toccato la cifra record di 2,2 miliardi di dollari, in crescita del 3,7% rispetto al 2021, sostenute dal peggioramento progressivo delle relazioni internazionali, derivanti dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e dal progressivo deteriorarsi degli equilibri in Asia, nonostante il contesto di incertezza globale.

Nel 2023 le spese dei governi per spazio e difesa (militare e informatica), secondo l'Euroconsult, hanno stabilito nuovi record: sono aumentate di 117 miliardi di dollari in dodici mesi, con un incremento del 15% rispetto all'anno precedente.

La lettura di questi dati aiuta a spiegare l'andamento del settore degli armamenti all'interno del mercato azionario americano. Comparto tipicamente ciclico e molto più volatile del mercato nel corso degli ultimi 10 anni, nonostante la notevole crescita nei periodi d'incertezza economica e la rapida diminuzione nei periodi espansivi e di pace, il settore delle armi e della difesa è stato in grado di sovraperformare di oltre 20 punti percentuali il principale indice americano, l'S&P500.

Dall'inizio delle tensioni tra Russia e Ucraina, sfociate nel conflitto bellico ancora attivo, le maggiori società operanti nel settore della difesa, delle armi e dell'aerospazio hanno visto salire le loro quotazioni anche oltre il 100%, dando vita a un vero e proprio rally, sostenuto dal notevole incremento degli impegni economici e politici che l'Occidente (Europa e Stati Uniti) sta mettendo in essere, attraverso la crescita dei budget destinati a difesa ed esportazioni di materiale bellico verso i territori

colpiti da tensioni geopolitiche, come Ucraina e Medio Oriente. Il boom per i produttori di armi è probabilmente destinato ad andare oltre i conflitti in atto. La prospettiva di crescenti minacce militari dal Mar Rosso al Medio Oriente, fino ad arrivare a Taiwan, potrebbe rafforzare questo trend rialzista, e il giro di affari delle aziende legate al settore delle armi e della difesa potrebbe aumentare notevolmente, con una forte accelerazione della crescita degli utili, anche in caso di andamento economico inflazionistico e recessivo.

Nel corso del 2024, le tensioni geopolitiche in Europa, Medio Oriente e Asia attireranno sicuramente investimenti nel settore della difesa. La sola Nato, a dicembre, ha approvato un netto incremento delle spese militari per oltre 2 miliardi di euro (+12% sul 2023), mentre L'Unione Europea, tra spese militari e Fondo europeo per la difesa, stima di allocare 1,6 miliardi. Anche gli Stati Uniti non saranno da meno: il Pentagono stima di investire 824 miliardi di dollari, nel 2024, in sicurezza militare e informatica. A trarne vantaggio non saranno solo le aziende di aerospazio e difesa, ma anche di cybersecurity.

L'industria degli Etf non è rimasta impassibile a questi trend e nel 2023 ha

quotato su Borsa Italiana due Etf, unici in Europa, concentrati esclusivamente sul settore difesa. L'Etf di VanEck (vedi *tabella 1*) replica fisicamente l'indice MarketVector Globale Defense Industry, composto da un paniere molto concentrato di 28 titoli, legati alla tecnologia della difesa e alla sicurezza informatica su larga scala. L'Etf di HANetf replica fisicamente l'indice EQM Future of Defence, composto da un paniere di 49 aziende attive nella produzione di armi, aerei, equipaggiamenti e strumenti per la difesa e per la sicurezza informatica per gli alleati NATO.

Maggiormente più concentrati sulla tematica della sicurezza informatica sono: l'iShares Digital Security Ucits Etf, che replica (con una tecnica fisica a campione) l'indice Stoxx Global Digital Security, composto da un paniere globale diversificato tra titoli tecnologici e industriali, l'L&G Cyber Security Ucits Etf, che riflette l'evoluzione del Nasdaq Ise Cyber Security, indice concentrato prevalentemente sul settore tecnologico e della comunicazione, e il First Trust Nasdaq Cybersecurity Ucits Etf, che replica il Nasdaq Cta Cybersecurity, che rispetto al precedente presenta anche una quota allocata nel settore industriale.

ETFPLUS: GLI ETF AZIONARI ESPOSTI AI SETTORI DELLA DIFESA MILITARE E INFORMATICA

Isin	Etf	Dividendi	Replica	Ter %	Spread Medio	Performance (2024)	Volatilità (2024)
IE000J5TQP4	Future of Defence Ucits Etf	Accumulazione	Fisica Completa	0,49%	0,66%	7,30%	10,77%
IE000YYE6WK5	VanEck Defense Ucits Etf	Accumulazione	Fisica Completa	0,55%	0,58%	4,26%	12,03%
IE000YU9K6K2	VanEck Space Innovators Ucits Etf	Accumulazione	Fisica Completa	0,55%	1,55%	-5,92%	21,82%
IE00BG0J4C88	iShares Digital Security Ucits Etf	Accumulazione	Fisica Campione	0,40%	0,17%	4,34%	16,45%
IE00BYPLS672	L&G Cyber Security Ucits Etf	Accumulazione	Fisica Completa	0,69%	0,18%	7,15%	22,50%
IE00BF16M727	First Trust Nasdaq Cybersecurity Ucits Etf	Accumulazione	Fisica Completa	0,60%	0,27%	7,24%	18,10%

Fonte: Consultique, al 22 gennaio 2024.

Grandi opportunità nel settore dei Sustainability-Linked Loan

Per Alcentra la crescita nel mercato della finanza sostenibile è guidata da tre fattori: regolamentazione, domanda degli investitori e vantaggio reputazionale

di Luca Damiani

Fondata nel 2002, Alcentra è un esperto leader nella gestione del credito, strategie private credit e structured credit, nonché uno dei maggiori gestori europei di credito e private debt. Insieme a Benefit Street Partners, la piattaforma è uno dei maggiori gestori di credito alternativo a livello globale, con un approccio multi strategy focalizzato su opportunità interessanti nei mercati del credito globali. La piattaforma combinata gestisce 76 miliardi di dollari di Aum e ha esperienza in senior secured loan, private credit, structured credit, special situation, high yield bond, multi strategy credit e commercial real estate. Alcentra è una consociata interamente controllata da Franklin Resources, Inc. (Franklin Templeton), uno dei maggiori gestori di investimenti globali con quasi 1,5 trilioni di dollari di Aum totali a dicembre 2023.

Per analizzare nel dettaglio le opportunità presenti sul mercato dei Sustainability-Linked Loan (SLL), MondInvestor ha intervistato due esperti in materia: **Joanna Layton**, Co-Head of Private Credit, e **Vai Patel**, Head of ESG di Alcentra.

Nel 2023 le Banche Centrali hanno attuato una politica monetaria restrittiva, portando i tassi d'interesse a li-velli che non si vedevano dalla Gran-de Crisi Finanziaria del 2008. Qual è stato l'impatto sugli SLL europei?

Nel 2022, il 50% dei leveraged loan europei includeva caratteristiche legate alla sostenibilità, questo indica la continuazione della traiettoria ascendente rispetto al 44% del 2021. Nonostante il rallentamento delle emissioni primarie nel corso del 2023 dovuto al panorama geopolitico e al difficile contesto macroeconomico determinato dall'inasprimento della politica monetaria, l'ESG rimane in prima linea negli sviluppi del mercato europeo dei leveraged loan. In Europa, i

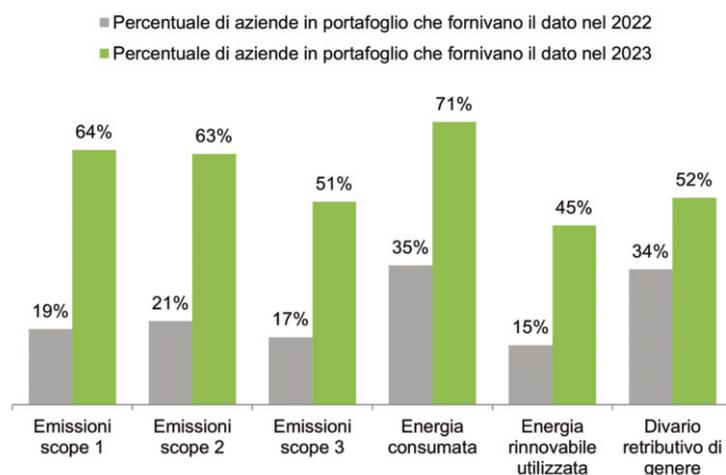
lender, includendo noi stessi, hanno sperimentato che, sebbene vi sia stato un calo generale delle emissioni primarie all'interno del mercato del debito sostenibile, questo è stato in linea con il più ampio mercato del debito e i mutuatari continuano a voler integrare la sostenibilità nei finanziamenti, con indicatori chiave di performance (KPI) che continuano a essere aggiunti alle linee di credito esistenti attraverso il rifinanziamento e le operazioni Amend ed Extend.

Quali sono le principali caratteristiche degli SLL e in che modo si differenziano dalle obbligazioni ESG-linked?

Gli SLL sono prestiti che incentivano le performance di sostenibilità delle aziende collegando il margine di interesse al miglioramento dei KPI ESG su misura. Il tasso di interesse del prestito aumenterà o diminuirà, di un importo predeterminato, in base al fatto che l'azienda sia in grado o meno di raggiungere un particolare insieme di obiettivi di performance di sostenibilità (SPT) per ciascun KPI. L'aggiustamento del margine è noto come "margin ratchet". La Loan Market Association (LMA) ha lanciato una serie di principi guida che forniscono un framework di riferimento su come strutturare un SLL secondo la "best practice" consentendo una maggiore coerenza e armonizzazione in tutto il mercato (collettivamente denominati Principi SLL o SLLP). L'allineamento a questi principi è ciò che separa gli SLL dalle strutture legate ai criteri ESG. Incoraggiamo i mutuatari a strutturare le linee di prestito SLL piuttosto che le disposizioni legate ai fattori ESG, in quanto sono considerate più solide e credibili dagli operatori di mercato.

In particolare, come si è evoluta l'offerta di SLL negli ultimi anni e com'è

IL MIGLIORAMENTO NELLA DIVULGAZIONE DEI DATI ESG QUANTITATIVI



Fonte: Alcentra.

grafico 1

la situazione attuale in tale mercato?

Gli SLL hanno iniziato ad apparire per la prima volta intorno al 2017. Da allora ci sono stati diversi fattori che hanno contribuito alla loro popolarità. La crescita degli SLL ha registrato un'accelerazione quando LMA, LSTA e APLMA hanno pubblicato congiuntamente i Sustainability-Linked Loan Principles (SLLP) nel marzo 2019.

Gli SLLP hanno portato una struttura sul mercato e hanno fornito indicazioni chiare sugli standard minimi per un prestito per ottenere l'etichetta SLL. Negli anni successivi alla pubblicazione degli SLLP, il mercato è maturato con prestiti che hanno consentito ai mutuatari di segnalare in modo credibile i loro impegni ESG agli stakeholder esterni, con conseguente crescita sostenuta del mercato. Nelle sue fasi iniziali, il mercato SLL era dominato da società con sofisticati piani di sostenibilità e relative metriche di performance, tuttavia, man mano che il mercato si consolidava, queste linee di credito hanno iniziato a diffondersi in altre aree del mercato del debito. Gli SLL stanno ora raggiungendo le aziende di medie dimensioni e stiamo assistendo alla strutturazione di operazioni per società con utili pari o inferiori a 100 milioni di sterline, spinti dalla domanda degli investitori, dai vantaggi reputazionali per le aziende e dai requisiti normativi.

Perché ritenete che uno degli elementi cruciali nello stabilire robusti KPI e target deriva dal garantire che siano supportati dai dati?

In base alla nostra esperienza, i KPI sono spesso misurabili e quantitativi piuttosto che basati sui processi o qualitativi, e per questo i KPI supportati dai dati sono fondamentali. Ad esempio, i KPI relativi al clima di solito implicano che i mutuatari siano in grado di dimostrare chiaramente il legame tra le loro metriche sulle emissioni, i piani di transizione e i percorsi credibili verso l'azzeramento delle emissioni nette.

Riteniamo inoltre che la performance rispetto a KPI supportati da dati avrà una maggiore importanza strategica per i mutuatari, con conseguenti benefici più tangibili per le società. Ad esempio, se un'azienda ad elevata intensità idrica,

come un data center, che consuma una quantità significativa di acqua per raffreddare i server, dovesse definire il proprio consumo idrico di base e fissare un KPI che mira ad aumentare la percentuale di acqua recuperata/riciclata, in ultima analisi, beneficerebbero di risparmi sui costi per le loro utenze a lungo termine.

State vedendo un miglioramento nella comunicazione dei dati ESG da parte delle aziende europee? Soprattutto di quali indicatori?

Attraverso il nostro questionario ESG e l'impegno con le società in portafoglio, abbiamo riscontrato un significativo miglioramento anno su anno del numero di società che divulgano dati ESG quantitativi, in particolare le emissioni di carbonio. Ciò evidenzia il valore che i dati apportano ai mutuatari e la loro capacità di guidare le opportunità di finanziamento, migliorare il processo decisionale e promuovere la creazione di valore a lungo termine. Abbiamo osservato i maggiori miglioramenti in diversi indicatori (vedi grafico 1, pag 65).

Potete fornire un esempio di un case study particolarmente interessante con cui avete avuto a che fare sul mercato degli SLL?

Alcentra ha collaborato con una società in portafoglio per strutturare tre KPI materiali, robusti ed estensivi nell'ambito della loro linea di prestito. I KPI includevano: 1) effettuare una valutazione delle emissioni di base per il Gruppo, approvata da SBTi, e calibrare gli obiettivi annuali di emissione per la durata del finanziamento; 2) collegare la remunerazione variabile del Ceo e della C-suite ai criteri ESG (quali diversità, condizioni di lavoro, salute e sicurezza); 3) effettuare una valutazione delle pratiche di eco design (ad esempio, l'utilizzo di materie prime riciclate) e definire una tabella di marcia con obiettivi quantitativi per gli anni successivi. Abbiamo avuto l'opportunità di lavorare con un consulente legale per utilizzare il più recente linguaggio approvato dalla LMA per gli SLL. Ciò ha contribuito a garantire che i termini e i meccanismi del prestito fossero in linea con la "best practice" di mercato.

Quali sono le principali tendenze che stanno guidando la crescita nel mercato degli SLL?

Riteniamo che la crescita nel mercato della finanza sostenibile sia stata guidata da diversi fattori, tra cui: 1) Regolamentazione: i framework normativi svolgono un ruolo cruciale nel plasmare il mercato della finanza sostenibile. Nel 2024 è prevista l'attuazione in Europa di una legislazione di ampio respiro e l'elaborazione di ulteriori norme e orientamenti per rafforzare l'integrità e la fiducia nel mercato. Riteniamo che le emissioni legate alla sostenibilità continueranno a svilupparsi, in particolare nel contesto della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e della Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR); 2) Domanda degli investitori: gli investitori riconoscono sempre più l'importanza di affrontare le sfide ambientali e sociali e cercano opportunità di investimento che promuovano lo sviluppo sostenibile. I lender stanno esplorando come utilizzare la loro sfera di influenza nello spazio degli investimenti per contribuire attivamente a un cambiamento positivo. Uno dei modi principali in cui i lender come Alcentra stanno integrando i fattori ESG nel loro universo di investimento è attraverso la finanza sostenibile e la fornitura di prestiti legati alla sostenibilità; 3) Vantaggio reputazionale per i mutuatari: legare le ambizioni ESG al finanziamento può segnalare al mercato che un mutuatario prende sul serio i suoi impegni ESG, il che può migliorare la reputazione e la credibilità del mutuatario e portare al cosiddetto effetto "green halo".

Mentre l'interazione tra regolamentazione, domanda degli investitori e benefici reputazionali sta guidando la crescita del mercato della finanza sostenibile, la sfida più grande per il mercato SLL è il rischio di greenwashing. Molti operatori dei mercati dei prestiti sono sempre più consapevoli dei rischi posti dall'autorizzazione di standard permissivi o incoerenti in relazione alle SLL, compresi i potenziali danni legali e reputazionali che avrebbero un impatto sui lender che partecipano al mercato. Riteniamo che, per combattere il greenwashing, sia importante che le autorità di regolamentazione, le aziende e gli investitori promuovano la trasparenza, migliorino gli standard di divulgazione e garantiscano che le dichiarazioni di sostenibilità siano comprovate.

I cat bond si confermano una scelta vincente: il 2023 è stato un anno da record

Plenum Investments analizza le performance storicamente elevate di questo segmento, per cui il cambiamento climatico si è rivelato un motore di crescita

di Dirk Schmelzer*

Fondata nel 2001 a Zurigo, Plenum Investments AG è un gestore patrimoniale indipendente specializzato in rischi assicurativi per clienti istituzionali e professionali. La competenza principale risiede nella gestione di cat bond e Insurance subordinated bond. Per il mercato italiano, Plenum si presenta in partnership esclusiva con CSP, third party marketer regolamentato e specializzato nella selezione di alcune fra le migliori boutique d'investimento attraverso l'intero spettro di strategie, sia tradizionali che alternative.

Il 2023 passerà agli annali come un anno record dal punto di vista degli investitori in cat bond: lo dimostrano le impressionanti performance, misurate ad esempio dall'indice Plenum CAT Bond UCITS Fund USD Cap (Catastrophe Bond Fund Indices - UCITS - Artemis.bm¹), che alla fine del 2023 era avanzato del 15,96%. L'indice Swiss Re CAT Bond (net of fees) ha registrato un rendimento pari a 19,69%. Si è trattato dell'anno migliore dal 2007.

Un profilo favorevole grazie a una bassa correlazione

Oltre agli attuali rendimenti elevati (vedi grafico 1 pag. 68), i cat bond sono caratterizzati da altri due aspetti favorevoli: in primo luogo, una correlazione costantemente bassa con altre share class, che conferisce stabilità a un portafoglio tradizionale composto da azioni e obbligazioni, soprattutto in tempi di crisi. Esempi eclatanti dell'elevato potere di diversificazione dei cat bond sono stati lo scoppio della bolla dotcom del 2001, la crisi finanziaria del 2008, la crisi del coronavirus nel 2020, la guerra in Ucraina e infine il crollo dei tassi d'interesse nel 2022.

In secondo luogo, il cosiddetto "pay back mechanism" (aumento dei premi dopo un sinistro) fa sì che i tempi di recupero dopo un sinistro siano relativamente rapidi. Ad esempio, le perdite dovute all'uragano Katrina nel 2005 e all'uragano Ian nel 2022 sono state ammortizzate rispettivamente in 8 e 6 mesi. Il periodo di recupero più lungo dal 2001 è stato di soli 10 mesi.

La performance dei cat bond sfida il cambiamento climatico

Le perdite assicurate da catastrofi in tutto il mondo sono state pari a 95 miliardi di dollari, un valore superiore alla media decennale. Tipi di rischio come i danni da

temporale hanno addirittura causato costi assicurativi storicamente elevati. Anche la stagione degli uragani dello scorso anno è stata superiore alla media. Qual è il motivo per cui l'attività di riassicurazione basata sul mercato dei capitali attraverso i cat bond non è stata colpita nella stessa misura negli ultimi anni? Sebbene anche i danni assicurati siano in aumento a causa delle condizioni meteorologiche, è il modo in cui si verificano che fa la differenza. O sono state colpite aree non assicurate dal mercato dei cat bond o le perdite per evento sono state basse. Questo perché il mercato dei cat bond entra generalmente in gioco solo quando le perdite assicurate sono eccezionalmente elevate. Negli ultimi 23 anni, sono stati pochissimi i singoli eventi che hanno portato a svalutazioni elevate nel mercato dei cat bond. Ciò significa che la maggior parte delle perdite è rimasta nei bilanci degli assicuratori primari e dei riassicuratori. L'autolimitazione della capacità d'investimento è il prerequisito fondamentale per affrontare le sfide del settore delle catastrofi naturali. Il mercato dei cat bond in quanto tale non è efficientemente diversificato: ciò è dovuto in particolare all'elevata concentrazione del mercato sui rischi di tempesta (uragani) negli Stati Uniti. Plenum Investments AG mitiga questo problema limitando la capacity dei suoi fondi per garantire la selettività che è sempre necessaria quando si tratta di mercati di nicchia. Solo così è possibile ottimizzare la diversificazione ed evitare il rischio di replicare il mercato dei cat bond in quanto tale. In questo modo si evitano le concentrazioni di rischio senza sacrificare i rendimenti.

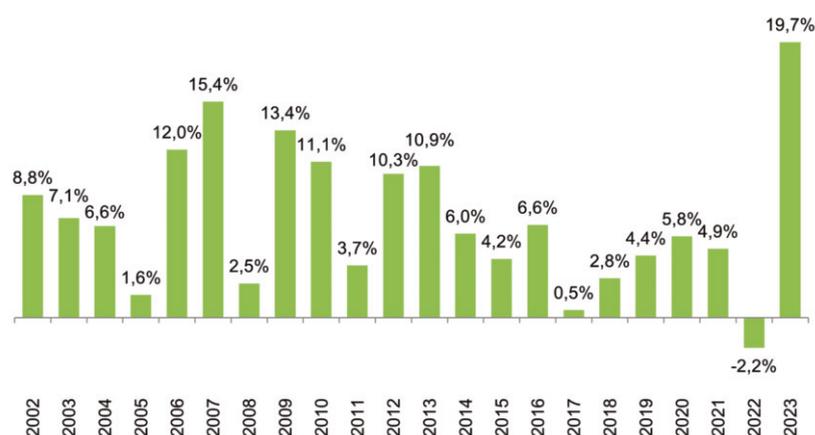
Prospettive: "hard market" sostiene "higher for longer"

Dopo l'uragano Ian, sono emersi segnali

Nota:

¹ <https://www.artemis.bm/catastrophe-bond-fund-indices/>

IL RENDIMENTO ANNUO DELLO SWISS RE CAT BOND INDEX



Fonte: artemis.bm.

grafico 1

di una crescente domanda di capacità riassicurativa da parte degli assicuratori primari, nonché di una carenza di offerta da parte del settore riassicurativo e del mercato dei cat bond. Il fatto che molti assicuratori primari, soprattutto nel mercato principale della Florida, dispongano di un limitato capitale proprio li rende particolarmente suscettibili alle distorsioni dei mercati dei capitali. Molti assicuratori primari stanno quindi cercando di compensare i requisiti patrimoniali che ne derivano trasferendo il rischio al mercato della riassicurazione.

Due fattori stanno limitando la capacità disponibile. In primo luogo, già prima dell'uragano Ian diversi riassicuratori avevano annunciato l'intenzione di ridurre la propria capacità di copertura dei rischi catastrofali negli Stati Uniti, al fine di ridurre la volatilità dei propri utili. In secondo luogo, il crescente verificarsi di eventi catastrofici in Europa (terremoti in Italia, inondazioni in Francia, ad esempio) ha aumentato in modo significativo la domanda di copertura assicurativa in Europa. Ciò è dimostrato in particolare dall'aumento delle nuove emissioni di cat bond per i rischi europei. Complessivamente, le stime dei broker/dealer (secondo Insurance Insider ILS) sul volume globale di emissioni di cat bond per il 2024 si attestano su una media di 15,6 miliardi di dollari, rispetto ai 16,4 miliardi di dollari dell'anno precedente, il che dovrebbe mantenere alti i premi. Ciò si

traduce in un livello di rendimento ancora elevato e interessante del 12% per i cat bond, anche in combinazione con il rendimento record del risk free rate (5%). Il rendimento può essere ottenuto a fronte di un rischio costante, espresso dalla perdita attesa (expected loss EL).

Il maggior numero di eventi nel 2023 aggraverà ulteriormente la carenza di capacità descritta in precedenza. Pertanto, al momento ipotizziamo che i premi rimarranno ad un livello elevato, poiché l'afflusso di nuovo denaro nel nostro settore è limitato. Una delle ragioni principali è la fine del contesto di bassi tassi d'interesse. Il capitale è di nuovo prezioso e la caccia ai rendimenti sembra essere finita. In sintesi, si può affermare che il cambiamento climatico rappresenta sia un motore di crescita che una grande opportunità. L'industria riassicurativa sta beneficiando dell'aumento dei premi e il mercato dei cat bond in particolare sta beneficiando del fatto che gli assicuratori e i riassicuratori cercano sempre più una copertura del rischio nel mercato dei cat bond, che non ha dovuto coprire le perdite nella stessa misura.

L'elevata e stabile domanda di copertura del rischio catastrofi naturali fa sì che i rendimenti sul mercato dei cat bond rimangano elevati. Pertanto: "Più alti più a lungo!".

***Senior Portfolio Manager
di Plenum Investments**

Tassi d'interesse: necessario monitorare il trade off fra crescita economica e inflazione

Wellington Management: per definire il posizionamento obbligazionario quest'anno è fondamentale seguire gli sviluppi delle politiche monetarie

di Marco Giordano*

Wellington Management è una delle principali società attive di gestione degli investimenti a capitale privato al mondo, fondata nel 1928 e con oltre 1.100 miliardi di dollari di masse in gestione (dati a dicembre 2023). La società offre un'ampia gamma di soluzioni di investimento sia alla clientela privata, prevalentemente tramite i mandati in delega, sia alla clientela istituzionale. Gestione attiva, ricerca proprietaria, collaborazione, sviluppo di talenti, e soprattutto eccellenza gestionale sono i principali punti di forza di Wellington. In Italia, la società punta ad essere un partner di riferimento per la comunità finanziaria e a contribuire allo sviluppo della cultura dell'investimento. La combinazione di competenze gestionali specialistiche e di un'unità di ricerca indipendente centralizzata permette a Wellington di soddisfare le molteplici esigenze di investimento in ambito azionario, obbligazionario, multi asset e alternativi.

L'inflazione sembra finalmente rallentare su scala globale: i massimi pluridecennali registrati nel 2022 sono ormai saldamente alle nostre spalle. Naturalmente non possiamo escludere sorprese al rialzo innescate da potenziali shock sul fronte delle materie prime, eventi idiosincratici o una perdurante resilienza dei consumatori, ma riteniamo che la parabola discendente dell'inflazione sia ormai ben avviata. Stando alle valutazioni attuali, lo scenario che ci appare più probabile è quello di un "atterraggio morbido". Detto questo, i bilanci di aziende e consumatori rimangono solidi e sui mercati del lavoro si osserva una notevole carenza di manodopera: non si esclude quindi un'improvvisa nuova accelerazione dei dati economici o un aumento dell'inflazione che possa cogliere in contropiede gli operatori di mercato. In ogni caso, lo scenario più probabile è che i mercati stiano scontando correttamente i tagli ai tassi. Con l'inflazione in calo e i tassi d'interesse reali molto più elevati rispetto a un anno fa, nonostante il recente rally, le Banche Centrali godono di ampi margini di manovra e vorranno evitare che la politica monetaria diventi eccessivamente restrittiva. Il ritorno del trade off fra crescita e inflazione ha indotto le autorità monetarie a guardare con apprensione i rischi di ribasso per il ciclo economico, che ora appaiono almeno tanto elevati quanto il rischio di non riuscire a riportare l'inflazione entro il livello target auspicato.

Potenziale divergenza Usa/Europa

Dato che ora la maggiore preoccupazione è evitare una profonda recessione, a nostro avviso le Banche Centrali potrebbero approfittare della debole crescita economica (o di una recessione, anche lieve) per tagliare i tassi, soprattutto quando l'inflazione inizierà a convergere durevolmente verso l'obiettivo del 2%.

Ad aprire le danze potrebbe essere la Federal Reserve statunitense (Fed). È plausibile che la Fed abbia già raggiunto il tasso di riferimento terminale e inizi a tagliare i tassi d'interesse nel primo trimestre del 2024, quando probabilmente i dati economici rallenteranno ancora e prima che le elezioni presidenziali entrino nel vivo. In tale periodo si prevede che l'inflazione sarà ancora superiore all'obiettivo del 2% fissato dalla Fed; a quel punto i consumatori ne accuseranno gli effetti, l'inflazione elevata avrà ulteriormente eroso i salari reali e i risparmiatori avranno ormai speso gran parte di quanto accantonato in via precauzionale, in un contesto di crescente disoccupazione e condizioni di accesso al credito più restrittive. Di conseguenza, probabilmente la Fed dimostrerà una certa tolleranza nei confronti di un'inflazione superiore al target: diversamente (e aumentando ulteriormente i tassi di riferimento) rischierebbe di affondare l'economia in una recessione più profonda.

L'Europa ha assistito a un costante calo dell'inflazione nel 2023, pur con un trend discendente meno deciso nel Regno Unito. La crescita si è appiattita e alcuni Paesi, in particolare la Germania, sono sull'orlo della recessione tecnica. Negli ultimi anni, la spesa al consumo è rimasta ben lontana dai livelli d'oltreoceano e difficilmente i risparmi accumulati in tempi di Covid verranno spesi a breve. A ogni modo, l'inflazione core sembra destinata a rimanere superiore al target, grazie a un mercato del lavoro molto resiliente e a un aumento soltanto lieve della disoccupazione. Nonostante la "maratona" di aumenti operati sui tassi d'interesse per riportare l'inflazione entro il target del 2%, il rush finale si prospetta più duro, perché nel frattempo il ciclo manifatturiero sembra avere ormai toccato il fondo.

Nota:

* Per sapere di più sugli investimenti obbligazionari di Wellington Management:



e i servizi potrebbero segnare una ripresa. In questo contesto, anche se i mercati scontano tagli ai tassi, la Banca Centrale Europea potrebbe invece mantenerli ai livelli attuali a meno di un forte peggioramento dei mercati del lavoro. Anche la Bank of England potrebbe essere costretta a fare una pausa dopo i primi tagli ai tassi. L'eventuale decisione di mantenere i tassi d'interesse a livelli elevati segnalerebbe che:

- 1) le economie sembrano in grado di sopportare tassi più elevati senza scivolare in una grave recessione;
- 2) i cicli nei vari Paesi possono rimanere non sincronizzati;
- 3) salvo shock esogeni, gli anni dei tassi di interesse zero o negativi sono ormai acqua passata. La tendenza all'irripidimento delle curve ci sembra destinata a proseguire, che sia tramite rally dei rendimenti nella parte breve o aumenti nelle fasce di scadenza più lunghe, con le economie alle prese con un'inflazione più persistente nel lungo termine.

Il Giappone si conferma l'eccezione

Mentre i tassi d'inflazione scendono all'unisono nei Paesi sviluppati, l'unica voce fuori dal coro rimane quella del Giappone: nonostante l'evidente trend reflazionistico, la Bank of Japan (BOJ) porta avanti imperterrita la strategia di abbandono delle politiche accomodanti con i suoi ritmi, anziché unirsi alle altre Banche Centrali e avviarsi verso un ciclo di rialzi. Malgrado i ritocchi al meccanismo di controllo della curva dei rendimenti, il 2024 si aprirà con la BOJ che applica tassi ancora negativi e mercati finora impotenti nell'esercitare pressioni sulle autorità monetarie. Il percorso intrapreso è chiaro: abbandono del meccanismo di controllo della curva dei rendimenti e uscita dai tassi negativi; resta però da vedere come e quando si concretizzerà una normalizzazione della politica monetaria. Come già indicato dai nostri colleghi in altra sede, gli aumenti dei tassi di interesse giapponesi possono avere un impatto significativo sui mercati finanziari globali.

Emergenti in posizione più favorevole

Le Banche Centrali dei mercati emergenti sono riuscite ad anticipare gli incrementi dei tassi in questo ciclo, il che le pone nell'invidiabile posizione (dal punto di vista di altre autorità monetarie) di poterli gra-

dualmente ridurre senza timore di radicare l'inflazione nel sistema. In questo contesto, le valute dei mercati emergenti potrebbero essere penalizzate, non solo per i tagli ai tassi d'interesse ma anche perché in genere le dinamiche di fine ciclo tendono a favorire divise come il dollaro statunitense, il franco svizzero e lo yen giapponese, in quanto percepite dai mercati come beni rifugio. Ad ogni modo, il carry trade potrebbe proseguire per qualche tempo creando così opportunità di rendimenti positivi potenzialmente interessanti nei mercati emergenti.

La sfida sistemica in Cina

Dopo una reazione piuttosto tardiva alla deludente riapertura nel primo semestre del 2023, oggi i banchieri centrali cinesi sono più determinati nel contrastare il rallentamento dell'economia interna con l'adozione di un modello orientato ai consumi e alla produzione di beni a maggior valore aggiunto per l'esportazione. Il rallentamento osservato finora è imputabile a svariati fattori: dai problemi del mercato immobiliare al deterioramento dei bilanci, passando per un tasso di disoccupazione giovanile sorprendentemente elevato. Finora la People's Bank of China ha adottato una serie di misure per contrastare i problemi di liquidità, ma la sola politica monetaria non basterà a risolvere queste sfide di natura più strutturale.

In sintesi: prosegue

la normalizzazione, ma attenzione a potenziali sorprese

In conclusione, nel 2023 abbiamo imparato che le economie sono in grado di tollerare tassi di inflazione elevati per lunghi periodi e potrebbero continuare a registrare una crescita positiva, seppure in termini nominali piuttosto che reali. Le curve dei rendimenti potrebbero irripidirsi ulteriormente, soprattutto se l'inflazione dovesse tornare ad accelerare; al contempo intravediamo un maggiore potenziale di errori di politica monetaria, con Banche Centrali e mercati alle prese con l'insidioso trade off fra crescita e inflazione. Per definire il posizionamento di portafoglio nel 2024 sarà fondamentale monitorare da vicino questi potenziali sviluppi.

***Investment Director
di Wellington Management**

Il parametro chiave da monitorare quest'anno sarà l'andamento degli utili

Con il fondo Mistral Long Short Equity, Banor punta a sfruttare i disallineamenti di prezzo sui mercati, con un particolare focus sul segmento small/mid cap

di **Stefano Francescato**

BANOR è una realtà indipendente specializzata in gestione di capitali e consulenza su grandi patrimoni per investitori istituzionali, privati e famiglie imprenditoriali. Con 11,5 miliardi di euro di asset under supervision, BANOR conta su circa 180 professionisti attivi negli uffici di Milano, Torino, Roma e Biella e una presenza a livello europeo su Londra e Monte Carlo. L'esperienza e l'indipendenza di giudizio dei suoi manager hanno contribuito alla costruzione di relazioni uniche sul mercato dei capitali internazionali. BANOR adotta un modello sviluppato internamente per la valutazione della sostenibilità ESG nella fase di selezione dei titoli e si distingue per la trasparenza e qualità del proprio processo di investimento.

// Dato che i tassi dovrebbero aver esaurito il grosso del loro impatto sui mercati azionari, il parametro chiave a cui guardare nel 2024 sarà l'andamento degli utili". Ne è convinto **Angelo Meda**, Responsabile Azionario di Banor, che a MondolInvestor ha illustrato i principi chiave del fondo Banor Mistral Long Short Equity: ricerca dei disallineamenti di prezzo in specifici settori, performance decorrelata dai mercati, focus sui titoli small/mid cap e attenzione alla gestione del rischio.

Innanzitutto, quali sono i principali rischi che vedete per gli investitori azionari nel 2024?

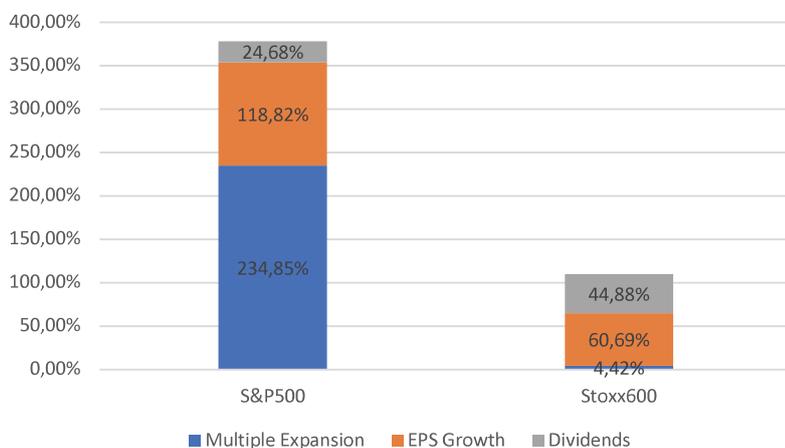
Nel 2022/2023 i rischi erano legati ai tassi d'interesse, quindi all'eventuale normalizzazione della politica monetaria, guardando in modo spasmodico all'andamento del decennale e alle dichiarazioni dei banchieri centrali. Il 2023 in particolare doveva essere l'anno della recessione in Europa e Stati Uniti, ma alla fine questa recessione non è arrivata, se non in qualche Paese europeo nell'ultimo trimestre,

ma perlopiù dovuta a fattori esterni. L'economia ha tenuto grazie ai consumatori, che avevano più potere d'acquisto grazie al calo dell'inflazione e dei prezzi dell'energia e all'aumento dei salari. Per il 2024, invece, la domanda chiave è se l'economia reggerà al secondo anno consecutivo di tassi elevati. Dato che i tassi dovrebbero aver esaurito il grosso del loro impatto sui mercati azionari, il parametro chiave a cui guardare sarà l'andamento degli utili, con un'attenzione alle stime delle aziende e alla crescita del Pil, più che alle variabili macroeconomiche. Occorrerà quindi vedere se la politica delle Banche Centrali si tradurrà nel 2024 in un soft oppure in un hard landing. La tenuta dell'economia, soprattutto negli Stati Uniti, è stata una sorpresa anche per noi, ma è necessario capire se essa si confermerà: le stime per gli Usa nel 2024, con +10% di utili e +2,5% del Pil, fotograferebbero una sorta di no landing in positivo, che non prevede l'arrivo di una fase recessiva e con l'economia che riparte. Alla finestra, però, ci sono tutte le questioni geopolitiche, dal Medio Oriente alla questione Russia/Ucraina, passando per le elezioni in Usa e in Europa, così come la crisi nel Mar Rosso, anche se bisogna dire che da due anni i mercati hanno imparato a convivere con queste variabili imprevedibili.

Quali segmenti del mercato globale offrono invece le migliori opportunità di investimento per un fondo azionario long/short come il vostro Banor Mistral Long Short Equity?

Andando a vedere settore per settore e titolo per titolo, il mercato non è perfetto per definizione: ci sono alcuni settori che scontano una recessione e altri uno scenario "blue sky", ossia tutto perfetto per i prossimi anni. Non parliamo di intelligenza artificiale, tecnologia o altri trend secolari, che vanno oltre l'andamento

L'ANDAMENTO DEL MERCATO AZIONARIO EUROPEO E USA NEGLI ULTIMI 11 ANNI



Fonte: calcolo Banor su dati Bloomberg

grafico 1

ciclico, ma per esempio di settori come quello dell'automotive, per il quale la valutazione dei titoli sconta una recessione, al contrario di quello dell'energia. Un altro esempio è il settore del cemento, che in Europa sconta una fase di recessione, mentre negli Stati Uniti si stima in crescita per i prossimi anni ed è difficile che le due aree abbiano un atteggiamento così divergente. Un fondo long/short come il nostro cerca di beneficiare di questi disallineamenti di prezzo, a livello di stime macroeconomiche, ma soprattutto di andamento reale delle aziende. Sia a livello geografico che settoriale ci sono alcune differenze in termini di valutazioni: il nostro approccio consiste nel ricercare queste differenze, così da individuare le migliori opportunità di investimento.

In breve, com'è strutturato il processo d'investimento del fondo?

Un principio chiave del fondo Banor Mistral Long Short Equity è quello di muoversi in modo decorrelato dai mercati, cercando di performare in tutti gli scenari. Abbiamo anche un'attenzione maniacale alla gestione del rischio: crediamo che la chiave sia conoscere da vicino le società in cui si investe, più che affidarsi a modelli matematici. Se riscontriamo discrepanze tra i risultati effettivi e ciò che ci aspettiamo, contattiamo direttamente la società per fare delle verifiche, anche grazie all'eventuale supporto di alcuni esperti di settore. È l'esperienza che ci porta ad avere questo atteggiamento di ricerca della sicurezza, che si riflette sia nei rendimenti che nella volatilità, che cerchiamo di mantenere sempre sotto controllo.

Qual è l'attuale bilanciamento tra le componenti long e short? Avete operato riposizionamenti negli ultimi mesi?

Il fondo normalmente tende ad avere un'esposizione netta tra 0 e 50%. Eravamo nella parte bassa di questa forchetta fino al mese di ottobre, poi siamo saliti al 35% circa, valore che abbiamo tenuto fino all'inizio del 2024 quando siamo scesi al 20%. Non esiste un peso predeterminato che vogliamo mantenere, ma il posizionamento varia in base alle opportunità che vediamo sul mercato: se il mercato è caro, tendiamo a stare nella parte bassa per cogliere le poche opportunità di investimento lunghe; se invece, come suc-

cesso a inizio 2023, il mercato scende senza particolare motivazione, ci allungiamo in modo automatico. Il fondo è attualmente investito per circa 75 punti nella componente lunga e 50 in quella corta, per un netto del 20/25%. Nella parte short, una decina di punti è costituita da una copertura sugli indici, che non utilizziamo in modo strutturale, ma in chiave tattica. Nelle ultime settimane abbiamo aumentato la componente corta, soprattutto sui settori che sono rimbalzati molto, ma i cui fondamentali non ci convincono, come il non profitable tech o le società che sono cresciute molto per motivi speculativi e non fondamentali. Come esempi settoriali, penso al mondo delle auto elettriche (tranne Tesla), le cui società non crediamo che presentino reali vantaggi competitivi, così come alcune delle società che non producono utili, che per noi sono a rischio fallimento. Nella parte lunga abbiamo titoli solidi, principalmente europei, che riteniamo essere l'area geografica più interessante. Il tema che ci fa essere positivi sull'Europa rispetto agli Stati Uniti è il fatto che il mercato azionario americano negli ultimi 11 anni è cresciuto del 380% circa, ma per la maggior parte per un effetto legato all'espansione dei multipli, mentre la crescita di utili e dividendi è stata più contenuta. La performance dell'Europa, al contrario, è stata più ridotta e guidata da utili e dividendi, non dall'espansione dei multipli, fattore che dipende da molte variabili ed è anche più volatile e imprevedibile. Dovesse esserci una riduzione di questa espansione del multiplo, il mercato europeo potrebbe performare molto meglio di quello statunitense (vedi grafico 1, pag. 71).

Il fondo Banor Mistral Long Short Equity ha un particolare focus sul segmento small/mid cap. Quali sono i punti di forza che vedete in queste aziende?

Il trend che riguarda le small cap (ossia le società tra 1 e 5 miliardi di capitalizzazione), che hanno fatto meno bene delle large cap, è stato registrato praticamente in tutto il mondo. A livello fondamentale, tuttavia, alcune hanno fatto molto bene e abbiamo colto l'occasione a ottobre per incrementare alcune posizioni in Italia e in Europa. Sono società di dimensioni

comunque consistenti, che performano bene, e secondo noi ci sono state tante aziende in Europa che sono state penalizzate dal fatto che gli investitori globali sono sempre più concentrati sugli Stati Uniti, Paese che pesa per oltre il 60% sull'indice globale. Il nostro obiettivo è cercare queste storie, più secondarie, in cui tuttavia i fondamentali siano comunque solidi.

In che modo considerate i criteri ESG nella selezione delle opportunità d'investimento?

Il fondo Banor Mistral Long Short Equity è Articolo 8 SFDR, quindi promuove caratteristiche di sostenibilità. A livello ESG, consideriamo i rating esterni solo come punto di partenza della nostra analisi. Molto spesso questi rating sono infatti elaborati con metodologie standard che servono solo a risparmiare tempo, piuttosto che ad analizzare veramente i driver fondamentali di un'azienda. Noi guardiamo cosa pensa il mercato, ma poi contattiamo le società, analizziamo la loro strategia e traiamo le nostre conclusioni. Dove pensiamo che non ci sia una strategia adeguata o che sia carente, sfruttiamo l'opportunità di penalizzare quella società nei nostri modelli di valutazione, oppure cerchiamo di aprire un dialogo per aiutare le società a migliorare.

Infine, nei suoi 13 anni di operatività, il fondo ha registrato un rendimento del 57% contenendo la volatilità all'11%. Quali sono stati i principali driver di questo risultato?

Molto spesso non siamo correlati al mercato, ma alle nostre capacità di selezionare i titoli migliori e peggiori all'interno di uno stesso settore. Un altro pilastro della nostra filosofia, infatti, è la specializzazione nei singoli settori: analizziamo una dozzina di settori a livello mondiale, dall'energia all'industria, andando in profondità di alcuni sottosectori. Il nostro universo investibile è di 250/300 aziende che monitoriamo costantemente e in cui selezioniamo le migliori opportunità. La capacità di "essere sempre sul pezzo" è quello che ci contraddistingue e ci aiuta a mantenere sotto controllo la volatilità, cercando così di evitare le sorprese negative. Il nostro approccio, infine, ci porta a essere molto attenti a evitare perdite in conto capitale.

Dieci previsioni macroeconomiche per il 2024 che potrebbero rivelarsi errate

Payden & Rygel preferisce adottare un approccio scientifico e critico alla macroeconomia, andando oltre le cosiddette "verità assolute" degli economisti

di Jeffrey Cleveland*

Con oltre 144 miliardi di dollari in gestione, Payden & Rygel è leader nella gestione del risparmio gestito e annovera tra i suoi clienti Banche Centrali, Fondi pensione, imprese di assicurazione, università, banche private e Fondazioni di varia natura. Società di gestione indipendente e non quotata, Payden & Rygel ha sede a Los Angeles con uffici a Boston e hub di gestione a Londra e a Milano.

Nonostante la maggior parte delle persone dia per scontato di essere sostanzialmente nel giusto in ogni ambito della vita, a partire dalle convinzioni politiche e religiose, la realtà dei fatti è che, al contrario di quanto siamo inconsciamente portati a credere, non siamo onniscienti, anzi sbagliamo piuttosto spesso. Una conferma arriva dai mercati finanziari: se lo scorso anno di questi tempi ci si fosse interrogati sull'eventualità di una recessione economica negli Stati Uniti nel corso del 2023, due terzi degli operatori finanziari si sarebbero dichiarati a favore di questa ipotesi. Allo stesso modo, il mercato obbligazionario era convinto che la Fed avrebbe portato i tassi d'interesse al picco del 5% per poi effettuare 2 o 3 tagli già entro la fine dell'anno e molti investitori e analisti sostenevano che il raffreddamento della dinamica inflattiva sarebbe dovuto necessariamente passare da un significativo aumento del tasso di disoccupazione. Il fatto che nessuno di questi scenari si sia poi concretamente verificato dovrebbe mettere in guardia gli investitori dalla tentazione di voler predire a tutti i costi le sorti dell'economia globale. Per questo, in Payden cerchiamo di non prestare troppa attenzione alle previsioni macroeconomiche, ma, attraverso il metodo scientifico, puntiamo a raccogliere quante più evidenze possibili per poi confutare le ipotesi macro che influenzano l'andamento dei mercati. Il nostro è un approccio critico alla macroeconomia e ad attirare la nostra attenzione sono soprattutto le view unanimemente condivise dagli economisti, le cosiddette "verità assolute".

Dieci previsioni diffuse che potrebbero rivelarsi errate

Ecco, quindi, 10 previsioni diffuse sui

mercati che nel 2024, alla prova dei fatti, potrebbero rivelarsi errate:

1) "Nel 2024 una recessione sarà inevitabile"

Nonostante la grande smentita del 2023, l'ipotesi di una recessione non ha smesso di riscuotere successo tra gli operatori dei mercati, che le attribuiscono una probabilità del 50% per l'anno in corso, pur con le dovute cautele (il cosiddetto "atterraggio morbido").

In Payden riteniamo che le probabilità di una recessione per il 2024 siano più vicine al 12,5%, mentre ci attendiamo una crescita del Pil in linea o addirittura leggermente superiore al trend attuale, sull'onda dei consumi statunitensi che restano resilienti.

2) "I risparmi dei consumatori Usa si stanno esaurendo!"

Pensiamo che le voci sulle ristrettezze finanziarie in cui verserebbe il consumatore medio Usa siano esagerate. È vero che nel post pandemia il tasso di risparmio personale è diminuito a seguito della normalizzazione dei modelli di spesa, ma, nel complesso, il consumatore americano dispone ancora di trilioni di risparmi. Inoltre, è bene evidenziare come la crescita economica Usa sia trainata dall'aumento del reddito (non da quello dei risparmi), che ha continuato a mostrarsi robusto fino al novembre 2023.

3) "La politica fiscale degli Stati Uniti sta alimentando la crescita"

Gli scettici che si rifiutano di riconoscere il benessere del consumatore americano medio tendono ad attribuire alla politica fiscale il ruolo di motore di una crescita economica a loro avviso insostenibile nel medio termine. Al contrario, la spesa

fiscale è stata responsabile di un modesto incremento della crescita complessiva negli ultimi quattro trimestri (+0,3%), mentre è la spesa dei consumatori ad aver contribuito a oltre la metà della crescita del Pil nel 2023. L'impatto fiscale netto, una misura che aggrega l'effetto della spesa governativa a livello federale, statale e locale, è stato negativo per gli ultimi tre trimestri. Inoltre, è importante considerare che, in anni di elezioni politiche come il 2024, la spesa pubblica tende solitamente ad aumentare, non a ridursi.

4) "Il Governo Usa non sarà in grado di finanziare un debito pubblico così imponente"

È vero che nel corso del 2023 il deficit di bilancio degli Stati Uniti si è ampliato, soprattutto a causa del calo delle entrate seguito al crollo del mercato azionario del 2022. Tuttavia, la domanda di titoli di Stato da parte degli investitori nazionali e globali è rimasta sostenuta e l'emissione del Treasury Bill ha coperto gran parte del deficit del 2023, sull'onda dell'entusiasmo di famiglie e imprese statunitensi. Al momento, meno del 3% del Pil Usa è destinato al finanziamento del debito, un impegno che ci sembra piuttosto gestibile nel breve termine.

5) "L'inflazione persistente potrebbe spingere la Fed verso una politica monetaria eccessivamente restrittiva e quindi verso una recessione"

Questa prospettiva ci sembrava più plausibile verso la metà del 2023, con il Pil Usa in crescita del +5%, mentre oggi vediamo con maggiore ottimismo l'ipotesi di un "atterraggio morbido". In ottobre la media mobile a sei mesi dell'indice PCE Core ha raggiunto il target della Fed dello 0,2%, con il tasso di disoccupazione vicino ai minimi del ciclo. Ovviamente, crediamo che la Fed dovrà aspettare ancora qualche mese per poter dichiarare la vittoria sull'inflazione. Riguardo all'ipotesi che il recente cambio di rotta della banca centrale statunitense sia dovuto a motivi politici (nello specifico le elezioni presidenziali di quest'anno), suggeriamo agli investitori di dare un'occhiata ai dati sul PCE Core degli ultimi sei mesi.

6) "I mercati del lavoro globali mostrano già i primi segnali di debolezza. BCE, BoE e BoC non tarderanno a seguire le orme della Fed, optando per un taglio dei tassi"

Ad eccezione di Regno Unito e Canada, la maggior parte dei Paesi sviluppati sta affrontando le sfide di inflazione e mercato del lavoro meglio di quanto si creda.

Ad esempio, l'inflazione di base del Canada si colloca appena al di fuori della fascia target dell'1/3%. Di conseguenza, è probabile che la maggior parte delle banche centrali ridurrà i tassi in modo meno aggressivo di quanto previsto e che la Fed, vista la forza del mercato del lavoro Usa, verosimilmente non assumerà il ruolo di guida. Inoltre, occorre tener conto del venir meno della politica monetaria aggressiva delle principali banche centrali globali, che ha rappresentato una significativa fonte di stress per i mercati finanziari negli ultimi due anni.

7) "Gli effetti della politica monetaria sull'economia si faranno presto sentire"

Riteniamo che tali effetti potrebbero già aver avuto le loro conseguenze (come nel caso SVB).

I consumatori e le imprese statunitensi sembrano invece aver resistito alla stretta monetaria, mentre il ruolo delle banche nella concessione del credito oggi è molto meno critico rispetto ai decenni passati. Le rate dei mutui non hanno subito incrementi significativi e i costi di finanziamento del debito aziendale si mantengono ai minimi storici. Tutto questo non gioca sicuramente a favore della tesi di chi scommette contro l'economia Usa.

8) "L'escalation delle tensioni geopolitiche porterà alla deriva l'economia globale"

Nella loro indubbia tragicità, solitamente i conflitti geopolitici hanno un impatto temporalmente limitato sui mercati finanziari. A meno di un brusco shock petrolifero che colpisca duramente i consumatori, come accaduto nel 2008, quello di una recessione innescata da eventi geopolitici rimane uno scenario a bassa probabilità.

9) "Bisogna estendere il prima possibile la duration del portafoglio"

Assumere una posizione "long duration", ovvero preferire obbligazioni governative a scadenza più lunga, anziché liquidità, si dimostra una strategia efficace quando: a) le Banche Centrali effettuano tagli più consistenti di quanto prezzato; b) l'inflazione è al di sotto del livello target; c) il mercato del lavoro è in fase di deterioramento.

Nonostante i tassi siano probabilmente giunti al massimo, fino a quando non verranno soddisfatte le condizioni indicate sotto, potrebbe quindi ancora esserci margine per aggiungere duration al portafoglio.

10) "Non c'è speranza che il settore del credito e l'azionario possano risollevarsi da questa situazione"

Anzitutto bisogna guardare al rendimento assoluto e corretto per l'inflazione delle obbligazioni rispetto alla storia recente. In secondo luogo, un "atterraggio morbido" (cioè uno scenario in cui la Fed riesce a calibrare con precisione i tassi, la volatilità diminuisce, il dollaro si indebolisce, l'inflazione torna sotto controllo e l'economia continua a crescere) rappresenta la ricetta perfetta per credito e azioni. Infine, per capire dove saranno diretti i tassi di politica monetaria nel corso del prossimo anno, pensiamo che la Fed ridurrà i tassi meno di quanto prevedono i mercati, il che potrebbe deludere gli investitori nel breve termine.

In conclusione

Sappiamo che il nostro approccio critico potrebbe deludere chi è alla ricerca di profezie da indovino, ma riteniamo che sia la strategia migliore, perché solo confutando le certezze più radicate è possibile mettere in luce gli errori e, forse, scoprire alcune verità. Il nostro obiettivo non deve essere quello di raggiungere la precisione assoluta, bensì quello di individuare tutte le possibili alternative ed eliminare quelle errate, per prepararci al meglio ad affrontare la piega che prenderà il futuro.

***Chief Economist
di Payden & Rygel**

Ottimo sprint finale per il private equity nell'ultimo trimestre del 2023

Il mercato si conferma su buoni livelli, secondo l'Osservatorio Private Equity Monitor - PEM[®], che ha mappato un totale di 406 investimenti conclusi nel nostro Paese

di Francesco Bollazzi*

Il Private Equity Monitor - PEM[®] è un Osservatorio attivo presso la LIUC Business School, in collaborazione con AIFI, grazie al contributo di Advant Nctm, Deloitte, Equita, ESW Europe, Fondo Italiano d'Investimento Sgr e Riello Investimenti Sgr. L'Osservatorio sviluppa da oltre vent'anni un'attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati nel nostro Paese, al fine di offrire ad operatori, analisti, studiosi e referenti istituzionali, informazioni utili per lo svolgimento delle relative attività.

Il mercato del private equity si conferma su ottimi livelli nella fase conclusiva del 2023 e fornisce una prova di maturità consolidata in una fase storica di grande complessità, registrando ben 121 nuovi investimenti nel quarto trimestre. Lo scorso anno, nel medesimo periodo, l'Osservatorio PEM[®] di LIUC Business School aveva mappato 132 operazioni. A fronte di ciò, l'Osservatorio PEM[®] ha censito, nel corso del 2023, 406 operazioni complessive, un dato di assoluto rilievo se si ricorda che il 2022, anno dei record, aveva registrato 441 deal (-8%, dunque, nel 2023, vedi grafico 1).

Il quarto trimestre segna la seconda migliore performance registrata dall'Osservatorio in un trimestre, nel corso di ormai oltre venti anni di studio e mappatura del settore (vedi tabella 1, pag. 76).

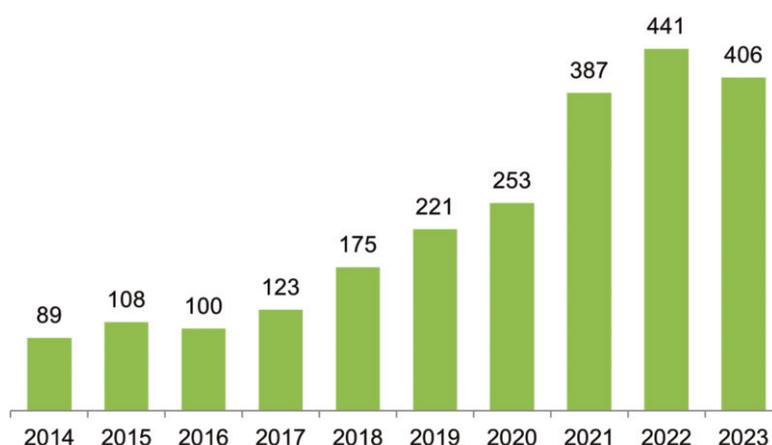
Infatti, sulla base dei valori enunciati, l'Indice trimestrale Private Equity Monitor Index - PEM[®]I, elaborato dai ricerca-

tori dell'Osservatorio PEM[®] attivo presso la LIUC Business School, si è attestato così a quota 1.008, un valore eccellente che per la seconda volta supera la soglia dei 1.000 punti base (la prima fu proprio il quarto trimestre dello scorso anno, vedi grafico 2 pag. 76).

Il 2023, quindi, in estrema sintesi, segnala un numero di operazioni assolutamente soddisfacente, focalizzate sul mid market italiano, evidenziando, quale unico dato negativo a livello aggregato, una sostanziale assenza di deal di grandi dimensioni.

Rispetto al 2022, infatti, si è registrato un limitato numero di deal con enterprise value superiore al miliardo di Euro, di contro un numero sempre più consistente di operazioni nell'ambito del mid market e del segmento delle piccole imprese, fattore che conferma un crescente grado di penetrazione del private equity nel sistema imprenditoriale italiano e, quale primaria conseguenza,

L'EVOLUZIONE DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO 2014/2023



Fonte: PEM - www.privateequitymonitor.it

grafico 1

L'ANDAMENTO DEL PRIVATE EQUITY MONITOR INDEX - PEM NEL PERIODO 2020/2023



Fonte: PEM - www.privateequitymonitor.it

grafico 2

proprio la dimostrazione di una maturità sempre più spiccata del settore. In quest'ultimo ambito, ovvero quello del mid market, gli operatori domestici costituiscono certamente l'asse portante del mercato, avendo una conoscenza approfondita del sistema imprenditoriale italiano, delle sue caratteristiche e delle sue esigenze; ma non manca una crescente attenzione anche da parte dei player internazionali alle "nostre" piccole e medie imprese, anche grazie ad una più incisiva e radicata presenza sul territorio nazionale. Nel corso dell'anno, le operazioni di

buy out hanno rappresentato il 78% dei deal totali; gli add on (operazioni di aggregazione aziendale) hanno costituito il 49% del mercato, a conferma della rilevanza delle operazioni di aggregazione industriale e ad ulteriore spiegazione del focus degli operatori sulle piccole e medie imprese.

Da un punto di vista geografico, il Nord Italia costituisce sempre il principale polo catalizzatore e la Lombardia conferma la propria storica leadership con il 30%; in ottica industriale, invece, prodotti per l'industria, beni di consumo, cleantech, ICT e terziario sono i comparti maggiormente oggetto di operazioni, con i primi due storicamente sugli scudi.

Il grado di penetrazione a livello geografico e settoriale costituisce certamente una ulteriore dimostrazione della crescita dell'industria del private equity in Italia, che è di fatto riuscito ad attraversare un anno di grande complessità conseguendo risultati comunque incoraggianti.

L'attività di investimento degli operatori internazionali nelle imprese del nostro Paese ha rappresentato il 51% delle operazioni concluse, perfettamente in linea con lo scorso anno, a conferma di una ormai consolidata e ritrovata attrattività del nostro sistema imprenditoriale.

A margine, per quanto concerne l'attività all'estero, si segnala che l'Osservatorio PEM^o ha mappato nel 2023 11 operazioni di investimento diretto realizzate da un player italiano e 41 add on a cura di azienda domestica partecipata da investitore istituzionale, di fatto in linea con l'anno precedente.

Cosa ci attende per il 2024? Le opportunità di investimento non mancano, il trend del numero di operatori è attivo e in costante aumento, dunque domanda ed offerta di mercato sono consistenti.

Quindi, il 2024 potrà essere un anno di ripresa del processo di crescita, sotto l'auspicio di uno scenario economico e politico caratterizzato da maggiore stabilità e minore incertezza.

***Direttore dell'Osservatorio
Private Equity Monitor - PEM^o**

LE OPERAZIONI MESE PER MESE NEL TRIENNIO 2021/2023

	2021	2022	2023
Gennaio	21	32	24
Febbraio	24	28	27
Marzo	27	31	32
Aprile	16	29	39
Maggio	33	34	42
Giugno	48	34	30
Luglio	45	44	49
Agosto	25	27	16
Settembre	28	47	26
Ottobre	33	36	42
Novembre	44	45	43
Dicembre	43	54	36
Totale	387	441	406

Fonte: Private Equity Monitor - PEM.

Tabella 1



NEWS

Istituzionali

Fondo Concreto: confermati i gestori del Bilanciato

Il Consiglio di Amministrazione del Fondo Concreto (Fondo pensione complementare per i lavoratori del settore materiali da costruzione) ha reso noto che si sono concluse le operazioni per il rinnovo del mandato di gestione finanziaria del comparto Bilanciato. In particolare, il mandato dei due gestori ANIMA Sgr e BlackRock Investment Management (UK) è stato prorogato fino al 2028. Inoltre, nella Nota Informativa aggiornata, Fondo Concreto comunica di aver modificato la politica di investimento del comparto per recepire all'interno dell'Asset Allocation Strategica una componente di strumenti alternativi che investono in economia reale entro la soglia del 5% del patrimonio. "Si è valutata anche l'ipotesi di inserire nel portafoglio del comparto Bilanciato una quota di private equity e di investimento infrastrutturale, entrambi con un'esposizione massima del 5%, ipotizzando una quota di private market che complessivamente raggiunge il 15% del portafoglio", scrive il Fondo pensione. Attualmente, infatti, il comparto Bilanciato conta investimenti nella sola componente di private debt, con una convenzione con Fondo Italiano d'Investimento Sgr per investimenti diretti stipulata a maggio 2021. Al 30 dicembre 2022 la quota d'investimento dedicata al FOF Private Debt ammontava a 2,25 milioni di euro.

Bicamerale: approvate due indagini conoscitive

La Commissione Bicamerale di Controllo sull'Attività degli Enti Gestori di Forme

Obbligatorie di Previdenza e Assistenza Sociale ha concluso l'iter di approvazione di due indagini conoscitive che ne definiranno l'agenda dei lavori per i prossimi mesi. Le due indagini riguardano, rispettivamente, gli investimenti finanziari di Enti previdenziali e Fondi pensione e l'equilibrio e i risultati delle gestioni del settore previdenziale allargato. Nel dettaglio, come precisato da una nota della Commissione, la prima indagine conoscitiva si concentrerà "sugli investimenti finanziari e sulla composizione del patrimonio degli Enti previdenziali e dei Fondi pensione anche in relazione allo sviluppo del mercato finanziario e al contributo fornito alla crescita dell'economia", mentre la seconda indagine sarà "sull'equilibrio e i risultati delle gestioni del settore previdenziale allargato, con particolare riguardo alla transizione demografica, all'evoluzione del mondo delle professioni, e alle tendenze del welfare integrativo".

"Con qualche iniziale difficoltà, dovuta al fatto di essere stata costituita alla vigilia della sessione di bilancio. La Commissione avvia un programma di lavori definito nel più ampio consenso fra le componenti politiche in essa rappresentate, i cui contributi sono stati tutti costruttivi e sono accolti nei documenti approvati. Daremo quindi inizio a un ciclo di audizioni che proceda dalle altre autorità vigilanti (Ministeri e autorità indipendenti) e da organismi rappresentativi delle varie categorie. La Commissione interpreterà il proprio ruolo evitando duplicazioni con gli altri organismi preposti alla vigilanza del settore e assumendo una funzione di analisi e di indirizzo a sostegno dell'atti-

vità del Governo, in un settore così delicato e strategico per lo sviluppo e il futuro del Paese", ha commentato **Alberto Bagnai**, Presidente della Commissione Bicamerale di Controllo sull'Attività degli Enti Gestori di Forme Obbligatorie di Previdenza e Assistenza Sociale.

Cassa Notariato: Raffaele Fatuzzo eletto Vice presidente

Il notaio **Raffaele Fatuzzo**, in esercizio dal 1988, è stato eletto nuovo Vice presidente della Cassa Nazionale del Notariato dal Consiglio di amministrazione dello stesso Ente di previdenza. Fatuzzo, che resterà in carica per la restante parte della Consiliatura, è stato componente del Consiglio Notarile prima di Caltagirone, successivamente di Catania e membro dell'Assemblea dei Delegati della Cassa Nazionale del Notariato per 4 mandati. Fatuzzo è stato docente di Diritto Societario e Legge Notarile alla scuola notarile "Jacopo Da Lentini" di Catania.

BFF è il nuovo depositario di BCC Risparmio & Previdenza

BFF si è aggiudicata il bando per le attività di Fund Services, che copre le attività di Depositario, Calcolo del NAV e Transfer Agent, indetto dal Gruppo BCC Iccrea per i fondi istituiti da BCC Risparmio & Previdenza, Sgr con masse gestite per oltre 4 miliardi di euro.

Andrea Cecchini, Direttore Generale di BCC Risparmio & Previdenza Sgr, ha dichiarato: "BCC Risparmio & Previdenza è lieta di avere selezionato BFF come partner sui fondi di diritto italiano e sul

Fondo pensione aperto Aureo. Siamo soddisfatti dell'esito del processo di selezione e riteniamo che BFF rifletta il nostro impegno per la sicurezza e la fiducia dei clienti".

"BFF è orgogliosa di poter continuare a lavorare con uno dei più grandi gruppi bancari italiani, caratterizzato da un forte radicamento sul territorio nazionale e sul tessuto delle imprese italiane. Con questa aggiudicazione BFF conferma ulteriormente il proprio impegno concreto a sostegno dell'economia reale del Paese nell'ambito dell'industria del risparmio gestito e dei Fondi pensione", ha aggiunto **Maurizio Tacchella**, Direttore Banca Depositaria di BFF Bank.

Marie-Aude Thépaut è la nuova Ceo di CNP Assurances

Su proposta del Comitato per le remunerazioni e nomine, il Consiglio di Amministrazione di CNP Assurances ha nominato **Marie-Aude Thépaut** Ceo del Gruppo. Succede a Stéphane Dedeyan, nominato il 18 ottobre 2023 Presidente del Consiglio di Amministrazione de La Banque Postale.

"Il Consiglio di Amministrazione è lieto di affidare la direzione generale di CNP Assurances a Marie-Aude Thépaut precedentemente direttrice della Business Unit Europe hors France del Gruppo per implementare l'ambizioso progetto di sviluppo strategico in tutti i nostri mercati in Francia e a livello internazionale. La sua visione strategica e manageriale innovativa sarà una risorsa innegabile per promuovere il modello multi partner, internazionale e responsabile del nostro

Gruppo al servizio dei nostri partner e dei nostri clienti nelle diverse aree geografiche", scrive CNP Assurances in una nota. Il Cda ha inoltre espresso i suoi più vivi ringraziamenti a **Stéphane Dedeyan** per il suo contributo alla trasformazione di CNP Assurances: "Impegnato a fianco del nostro azionista La Banque Postale nella costruzione di un leader della bancassicurazione all'interno del grande polo finanziario pubblico francese, Stéphane Dedeyan ha fatto di CNP Assurances un assicuratore completo, portando a termine la fusione con La Banque Postale e l'integrazione delle attività assicurative di La Banque Postale all'interno di CNP Assurances. Il Consiglio di Amministrazione esprime apprezzamento per la sua azione decisiva a favore dello sviluppo multi partner e internazionale di CNP Assurances".

In Italia CNP Assurances è presente tramite CNP Vita Assicura, che ha presentato alla stampa il nuovo piano strategico di sviluppo nel mercato italiano, realizzato con l'ambizione di diventare un assicuratore completo nel Risparmio e nella Protezione e rappresentare il player di riferimento sui segmenti Affluent e Private Banking.

Una nota della Compagnia precisa che "si tratta di un piano di sviluppo di lungo periodo, con un orizzonte temporale di 10 anni e che si articolerà sulla base di tre pilastri fondamentali, mutuati dalla lingua di casa madre: "Developpement", "Diversification" e "Désensibilisation". All'interno del pillar Developpement rientreranno attività per lo sviluppo di nuove partnership nel campo del Risparmio e

della Protezione, iniziative di cross selling tra filiali del Gruppo in Italia, l'utilizzo di sistemi avanzati per l'integrazione di nuovi partner e un continuo sviluppo del capitale umano. Il tutto con l'obiettivo di consolidare in Italia il modello ad alto valore aggiunto del Gruppo CNP Assurances".

Per quanto riguarda il pilastro Diversification, nel corso dei prossimi dieci anni la strategia di prodotto prevedrà l'ampliamento del segmento Protection e il miglioramento del mix unit linked vs gestioni separate, oltre all'ampliamento dei canali distributivi sul mercato. Quest'ultima azione favorirà una maggiore apertura anche al target di clientela retail. Infine, il pillar Désensibilisation punta a tutelare la solidità della Compagnia da rischi esterni così da renderlo ancora più resiliente e responsabile: "In quest'ottica si lavorerà ad una maggiore diversificazione degli investimenti, alla revisione dell'Asset Allocation, all'adozione di soluzioni per la copertura contro possibili aumenti dei tassi di interesse e alla creazione di una nuova gestione separata con fondo utili", si legge ancora nella nota di CNP Vita Assicura.

A livello di obiettivi, fino al 2033 la Compagnia mira a conseguire una crescita media annua della nuova produzione e delle riserve matematiche pari rispettivamente all'8% e al 6%. Inoltre, il mix di produzione è previsto raggiungere una quota del 50% unit linked vs gestioni separate, obiettivi che verranno perseguiti anche grazie ad investimenti strategici, sviluppo del capitale umano e l'avvio di nuovi accordi distributivi.

MONDOINVESTOR

Periodicità Rivista mensile
NUMERO 237 gennaio 2024
SPEDIZIONE "Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in abbonamento postale - 70% LOM/VA/3829

EDITORE

Mondoinvestor S.r.l.
Via Gustavo Fara, 9- 20124 Milano
Tel. (+39) 02 82 78 33 35
Fax. (+39) 02 37 90 81 95
Sito internet: www.mondoinvestor.com
E-mail: info@mondoinvestor.com

DIRETTORE RESPONSABILE

Stefano Gaspari
stefano.gaspari@mondoinvestor.com

REDAZIONE

Marco Degrada
marco.degrada@mondoinvestor.com
Valerio Magni
valerio.magni@mondoinvestor.com

Marco Ciatto

marco.ciatto@mondoinvestor.com
Luca Damiani
luca.damiani@mondoinvestor.com
Barbara Radaelli
barbara.radaelli@mondoinvestor.com
Stefano Francescato
stefano.francescato@mondoinvestor.com
Thomas Cataldo
thomas.cataldo@mondoinvestor.com

SERVIZIO CLIENTI

Michela Frigo
michela.frigo@mondoinvestor.com
Silvia Rocconi
silvia.rocconi@mondoinvestor.com
Isabella d'Orlando
isabella.dorlando@mondoinvestor.com
Alessandra Rocca
alessandra.rocca@mondoinvestor.com

IT MANAGER

Giovanni Selvatico
g.selvatico@mondoinvestor.com

Hanno collaborato a questo numero:

Francesco Bollazzi, Chiomenti Studio Legale,
Jeffrey Cleveland, il team di Consultique SCF,
Marco Giordano, Dirk Schmelzer

IMPAGINAZIONE

Giulia Acquistapace

STAMPA

Quistampa S.r.l. - Gorla Minore (VA)

Proprietà Intellettuale

I diritti di sfruttamento economico di tutti i testi presenti nelle varie rubriche sono in titolarità di Mondoinvestor S.r.l., ferma restando la titolarità dei diritti morali in capo ai relativi autori. La pubblicazione o ristampa, la memorizzazione elettronica, la riproduzione e l'adattamento totale o parziale con qualsiasi mezzo devono essere autorizzate per iscritto dai possessori del copyright. Registrazione al Tribunale di Milano - N. 115 del 18 febbraio 2002.

Limitazione di responsabilità

Le informazioni contenute nel giornale Mondoinvestor non devono essere utilizzate come unico o principale supporto in base al quale assumere decisioni relative agli investimenti, poiché il lettore mantiene la piena libertà nelle proprie scelte d'investimento e la piena responsabilità nell'effettuazione delle stesse. Le informazioni contenute in Mondoinvestor sono fornite a mero scopo informativo e, la loro divulgazione, non è da considerarsi sollecitazione al pubblico risparmio. A prescindere dalla professionalità con cui fornisce i contenuti a disposizione sul giornale, "Mondoinvestor S.r.l." non è responsabile dell'eventuale danno subito dai lettori e/o da terzi per effetto dell'affidamento sul contenuto dei documenti pubblicati e, pertanto, Mondoinvestor S.r.l. non potrà essere ritenuta responsabile per ogni danno diretto, indiretto, incidentale, speciale o consequenziale, derivante dall'uso di tali informazioni.

Foto di copertina:

iStock.com
Autore: Reinhard Krull
<https://www.istockphoto.com/it/legal/license-agreement>

La tassazione dei Fondi pensione sui redditi da partecipazione in società e Oicr

Le regole e le esenzioni previste per la fiscalità dei Fondi pensione italiani ed esteri (UE ed extra UE) secondo la legislazione vigente

di Giuseppe Andrea Giannantonio, Gabriele Paladini e Giulia Bighignoli

Fondi pensione italiani

I Fondi pensione italiani sono soggetti, in sintesi, a un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 20%, che si applica sul risultato netto maturato in ciascun periodo d'imposta, determinato sottraendo dal valore del patrimonio netto del Fondo al termine di ciascun anno solare, al lordo dell'imposta sostitutiva, il valore del patrimonio stesso all'inizio dell'anno (art. 17, commi da 1 a 4, D. Lgs. n. 252 del 2005). Nel determinare la base imponibile, tale risultato deve essere depurato, tra l'altro, dei redditi finanziari già assoggettati a tassazione, mediante ritenuta alla fonte o imposta sostitutiva, oppure esenti da imposte per effetto di regimi speciali.

Sono, invece, esenti¹ dall'imposta del 20% i redditi percepiti dai Fondi pensione italiani che derivano dagli investimenti "qualificati" e dai Piani individuali di Risparmio, a condizione che tali investimenti siano detenuti per almeno 5 anni e che il loro valore complessivo non ecceda il 5% dell'attivo patrimoniale del Fondo. Per investimenti qualificati si intendono, ad esempio:

- 1) le azioni o quote di imprese² residenti in Italia o in Stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabile organizzazione in Italia;
- 2) le quote o azioni di Oicr residenti in Italia o in Stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che inve-

CHIOMENTI

Ogni mese Mondolinvestor dedica uno spazio alle tematiche fiscali legate agli investimenti. Ad assisterci in questo compito sono gli esperti di Chiomenti Studio Legale, che affrontano i temi caldi del momento o gli argomenti proposti dai lettori all'e-mail: rubricafiscale@mondolinvestor.com e giuseppeandrea.giannantonio@chiomenti.net

stono prevalentemente negli strumenti finanziari sopra menzionati.

Sotto il profilo delle ritenute alla fonte, si osserva quanto segue. I dividendi distribuiti da società residenti in Italia a Fondi pensione italiani non sono soggetti a ritenuta alla fonte del 26% di cui all'articolo 27, comma 1, del D.P.R. n. 600 del 1973; i proventi da partecipazione in Oicr mobiliari residenti in Italia sono esenti da ritenuta ai sensi dell'art. 17, comma 3 del Lgs. n. 252 del 2005; i proventi da partecipazione in Oicr immobiliari residenti in Italia sono esenti da ritenuta (art. 7, comma 2, del D. L. n. 351 del 2001), ferma restando l'applicazione dell'imposta sostitutiva del 20% nei casi sopra indicati

I PEPP

L'esenzione prevista per gli investimenti

"qualificati" si applica anche ai proventi percepiti dai sottoconti italiani di prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP) di cui al regolamento (UE) 2019/1238.

I Fondi pensione esteri

Per quanto concerne il regime impositivo dei Fondi pensione esteri che investono in società residenti in Italia:

- 1) i dividendi percepiti da Fondi pensione istituiti negli Stati membri dell'Unione europea o negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo e dai sottoconti esteri di prodotti pensionistici individuali paneuropei (PEPP) di cui al regolamento (UE) 2019/1238, sono soggetti a ritenuta con un'aliquota dell'11%³;
- 2) i dividendi percepiti da Fondi pensione istituiti in Paesi diversi da quelli sopra indicati, sono soggetti a ritenuta del 26%⁴.

In entrambe le ipotesi occorre verificare l'eventuale applicazione di una Convenzione contro ritenuta le doppie imposizioni tra l'Italia e lo Stato estero che preveda la riduzione della ritenuta.

Quanto, invece, ai proventi che derivano dalla partecipazione a Oicr mobiliari italiani e a Oicr immobiliari italiani, questi sono esenti da ritenuta, a certe condizioni, sia se percepiti da Fondi pensione UE sia se percepiti da Fondi pensione extra UE, purché istituiti in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni⁵.

Note:

¹ Di cui all'art. 1, commi 88-99 della L. n. 232 del 2016;

² Con esclusione delle partecipazioni qualificate di cui all'art. 67, comma 1, lett. c), del D.P.R. n. 917 del 1986;

³ Art. 27, comma 3, del D.P.R. n. 600 del 1973;

⁴ Art. 27, comma 1, del D.P.R. n. 600 del 1973;

⁵ Per i proventi distribuiti da Oicr mobiliari, si veda l'art. 26-quinquies, comma 5, del D.P.R. n. 600 del 1973, mentre, per i proventi distribuiti da Oicr immobiliari italiani si veda l'art. 7, comma 3, del D.L. n. 351 del 2001.

L'ampliamento degli spread ha creato un ambiente eccellente per la ricerca di alpha

Il fondo BNY Mellon Absolute Return Credit di BNY Mellon IM mira a catturare il valore disponibile sui mercati del credito senza dover assumere un rischio direzionale

dalla redazione

BNY MELLON ABSOLUTE RETURN CREDIT FUND

Strategia

Fondo liquid alternative Credit long/short

Liquidità

Investimento minimo iniziale (classe A / classe C)	5.000 / 5.000.000 di euro
--	---------------------------

Sottoscrizioni	Giornaliere
----------------	-------------

Riscatti	Giornalieri
----------	-------------

Fee

Gestione (classe A / Classe C)	1,25% / 0,75%
--------------------------------	---------------

Performance	Nessuna
-------------	---------

“// Miriamo a catturare il valore disponibile sui mercati del credito senza dover assumere un rischio direzionale. In generale, questo nuovo fondo contribuisce alla nostra ambizione di essere il gestore di riferimento per il reddito fisso, offrendo una gamma di opzioni agli investitori, sia che siano alla ricerca di un rendimento positivo in diverse condizioni di mercato o di ritorni positivi anche in caso di calo dei rendimenti obbligazionari”. A sottolinearlo è **Shaun Casey**, gestore del fondo BNY Mellon Absolute Return Credit da poco lanciato sul mercato, che inoltre spiega come dal 2019 la volatilità dei rendimenti obbligazionari abbia creato oscillazioni significative nelle performance delle strategie basate su benchmark tradizionali. “Le strategie absolute return hanno senso in un contesto di stretta monetaria globale e di incertezza geopolitica, perché mirano a generare rendimenti positivi anche attraverso fasi di mercato difficili o volatili, a differenza di un tradizionale approccio long only. I periodi di turbolenza possono portare a un ampliamento degli spread sul credito e a un’elevata incertezza sulla direzione del mercato, con conseguenti anomalie dei prezzi. Possiamo notare che gli spread sono ora notevolmente più elevati rispetto al 2017, quando hanno toccato i minimi pre pandemia, e che anche la dispersione tra crediti di qualità simile si è ampliata. Riteniamo che questo crei un ambiente eccellente in cui cercare alpha”, osserva Casey.

Il fondo BNY Mellon Absolute Return Credit, classificato come Articolo 8 SFDR, si basa su un approccio top down che combina previsioni strategiche a lungo termine con visioni tattiche a breve termine, insieme ad analisi bottom up dei singoli titoli, per identificare, su base glo-

bale e senza alcun focus geografico o settoriale specifico, le opportunità di investimento long o short più interessanti.

“Applicando il nostro processo d’investimento di lunga data, solido e coerente, ci aspettiamo che sia la selezione delle singole posizioni sul credito, long o short, a guidare il profilo di rendimento e rischio della strategia”, afferma ancora Casey, secondo cui l’attuale contesto macroeconomico rimane comunque incerto. “Gli spread sul credito sono attualmente vicini alle loro medie di rendimento a lungo termine, tuttavia continuiamo a vedere un forte interesse per gli asset obbligazionari in generale e per il credito in particolare. Questo potrebbe spingere gli spread a restringersi leggermente nel breve/medio termine. Di conseguenza, stiamo gestendo una leggera esposizione direzionale a lungo termine”, è l’analisi del gestore del fondo BNY Mellon Absolute Return Credit, che infine conclude: “Abbiamo una maggiore convinzione in una serie di operazioni relative value che sono attualmente espresse nella strategia. Ciò include una preferenza per gli asset denominati in euro rispetto a quelli in dollari, dato lo scollamento delle valutazioni che si è creato tra questi due mercati, che vediamo tornare a livelli più normali nel medio termine. Abbiamo una visione piuttosto cauta degli asset high yield con rating più basso, data la possibilità che le sfide economiche causino insolvenze in futuro, un rischio che però non si riflette nelle valutazioni rispetto ai titoli investment grade con rating più elevato. Infine, preferiamo detenere asset fisici rispetto a posizioni short su indici CDS sintetici, in quanto le valutazioni sono diventate notevolmente divergenti di recente”.

“Volevamo essere tra i pochissimi fondi sostenibili incentrati sul sociale”

La strategia Improving Society di Martin Currie, Gruppo Franklin Templeton, punta sull'azionario per generare cambiamento positivo e rendimenti a lungo termine

dalla redazione

FTGF MARTIN CURRIE IMPROVING SOCIETY FUND	
Strategia	
Fondo azionario tematico	
Liquidità	
Investimento minimo iniziale (classe A Usd Acc)	1.000 Usd
Sottoscrizioni	Giornalieri
Riscatti	Giornalieri
Fee	
Gestione (classe A Usd Acc)	1,50%
Performance	n.d.

// A livello globale, ci sono alcune sfide davvero complesse e significative che devono essere affrontate. Le disuguaglianze sanitarie e l'esclusione sociale rimangono prevalenti ma prevenibili. La nostra intenzione era quella di sviluppare un prodotto che generasse un cambiamento positivo intenzionale e misurabile nel mondo, realizzando al contempo rendimenti finanziari a lungo termine per i nostri clienti”.

Lauran Halpin, Head of Impact Investments di Martin Currie, Gruppo Franklin Templeton, descrive in questi termini la nuova strategia Martin Currie Improving Society, basata sulla ferma convinzione che gli investimenti nell'azionario pubblico offrano soluzioni innovative e di grande impatto in grado di guidare il cambiamento del mondo reale su larga scala, ritenuto fondamentale dato il notevole gap nei finanziamenti a favore della maggioranza delle cause sociali a livello globale.

“Volevamo anche essere diversi. Ci sono pochissimi fondi incentrati unicamente sul sociale all'interno del panorama dell'investimento sostenibile e dell'impact investing rispetto a una proliferazione di prodotti focalizzati sul clima e sull'ambiente”, prosegue Halpin.

La view core di Martin Currie è che l'impatto e la performance finanziaria siano correlati e l'obiettivo è quello di affrontare positivamente il problema della disuguaglianza umana, garantendo al contempo una crescita del capitale a lungo termine. Osserva infatti Halpin: “Investiamo e ci impegniamo per migliorare il trattamento equo, l'accesso, le opportunità e il progresso per tutte le persone. La strategia Martin Currie Improving Society può contribuire a raggiungere questo obiettivo, sia supportando le

aziende che producono l'impatto più significativo, sia impegnandosi attivamente con loro per accelerare la realizzazione di queste ambizioni”.

L'esperta ribadisce poi la natura di investitore fondamentale di Martin Currie: “Il nostro portafoglio concentrato è composto da 20/35 titoli di società globali detenuti a lungo termine. I prodotti o i servizi di queste aziende contribuiscono a uno dei tre pilastri dell'impatto che sono: (i) migliorare il benessere, (ii) migliorare l'inclusione e (iii) sostenere una transizione giusta”.

La filosofia di Martin Currie è che le aziende di grande impatto possano offrire rendimenti eccezionali a lungo termine: creano prodotti innovativi e di grande impatto che rispondono alle esigenze sociali insoddisfatte di consumatori, imprese e governi, offrendo così interessanti opportunità di crescita. “Queste opportunità di mercato guidano sia l'impatto che la crescita dei profitti, che possono essere reinvestiti per guidare lo sviluppo nel tempo. Ciò crea spazio per la creazione di valore a lungo termine, con interessi composti per gli investitori e un impatto su larga scala a beneficio della società”, sottolinea ancora l'Head of Impact Investments di Martin Currie.

“Il nostro obiettivo è l'impatto sociale misurabile nel mondo reale di prodotti e servizi e cerchiamo di investire in aziende che generino ricavi a impatto sociale. Le aree in cui vediamo opportunità sono varie. L'accesso alle telecomunicazioni e l'inclusione finanziaria sono due ambiti”, continua Halpin, che infine conclude: “Migliorare i risultati dell'assistenza sanitaria è un'altra area di opportunità. In definitiva, stiamo cercando di generare rendimenti eccezionali e un impatto su larga scala attraverso i nostri tre pilastri”.

Si amplia la gamma di Etf PAB su Borsa Italiana con un nuovo fondo azionario focalizzato sull'Europa

Il fondo lanciato da AXA IM offre agli investitori un'esposizione alle società europee, cercando di ridurre la loro esposizione ai rischi climatici fisici e legati alla transizione ESG

dalla redazione

AXA IM MSCI EUROPE EQUITY PAB UCITS ETF	
Classe	Acc (Eur)
Emittente	AXA IM ETF ICAV
Gestore	AXA Investment Managers Paris S.A.
Isin	IE000YASIPS3
Bbg code	AIME IM
Benchmark / Bbg code	Msci Europe Climate Paris Aligned Trn / MXERCLNE
SFDR	Art. 8
Total expense ratio (Ter)	0,14%
Dividendi	capitalizzati
Tecnica di replica	fisica completa

AXA Investment Managers (AXA IM) continua ad ampliare la sua gamma di Etf e lancia l'Axa IM Msci Europe Equity Pab Ucits Etf, portando la sua offerta Paris Aligned Benchmark (PAB) a quattro Etf. Il nuovo Etf replica la performance dell'Msci Europe Climate Paris Aligned Index Ntr, al netto delle commissioni di gestione, sia al rialzo sia al ribasso. Consente agli investitori di esporsi a un paniere di società a grande e media capitalizzazione dei mercati sviluppati in Europa che seguono una traiettoria di decarbonizzazione coerente con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, in modo efficiente dal punto di vista dei costi. L'indice di riferimento esclude anche le società coinvolte in attività commerciali specifiche (come l'estrazione di carbone termico, il petrolio e il gas o la generazione di energia ecc.). A livello geografico, secondo i dati MSCI di fine dicembre 2023, i primi cinque Paesi cui l'indice è esposto sono: Regno Unito (17,8%), Svizzera (17,1%), Francia (16,1%), Germania (10,1%) e Paesi Bassi (7%). In termini settoriali, invece, il 75% delle esposizioni sono concentrate su: industriali (22,6%), finanziari (18,8%), sanità (16,6%), beni di consumo discrezionali (9,9%) e tecnologia dell'informazione (7,9%).

L'Axa IM Msci Europe Equity Pab Ucits Etf è gestito in modo fisico e applica un Total expense ratio (Ter) dello 0,14% l'anno, rendendolo uno degli Etf più economici della categoria di riferimento. Il fondo è classificato come Articolo 8 ai sensi della Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) ed è disponibile su Borsa Italiana in euro, e per gli investitori di Austria, Germania, Danimarca, Finlandia, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Norvegia, Spagna e Svezia.

Olivier Paquier, Global Head of ETF

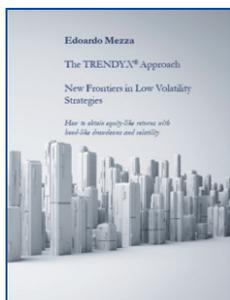
Sales di AXA IM, ha dichiarato: "Gli investitori che incontriamo sono alla continua ricerca di nuovi strumenti per produrre valore aggiunto e ridurre la loro esposizione ai rischi climatici, se possibile in modo trasparente, semplice ed economico. Siamo entusiasti di lanciare l'Axa IM Msci Europe Equity Pab Ucits, un ulteriore tassello che offre agli investitori un'esposizione alle società europee, cercando di ridurre la loro esposizione ai rischi climatici fisici e di transizione, con requisiti specifici".

Nicolas-Louis Guille-Biel, Global Head of ETF e Product Strategy di AXA IM, ha aggiunto: "Nel 2024 la nostra priorità continuerà a essere quella di fornire agli investitori una gamma di componenti basati sulla nostra esperienza d'investimento responsabile. L'ampliamento della nostra gamma di Etf PAB, che comprende strategie attive e passive, obbligazionarie e azionarie, fa parte di questa strategia".

Demis Todeschini, Head of ETFs Italy di AXA IM, ha concluso: "La transizione verso un'economia più sostenibile non solo ridurrà le emissioni di CO2, ma rafforzerà anche la competitività, ottimizzando l'efficienza produttiva e riducendo i costi legati alle risorse. Questo Etf, affiancato alle nostre soluzioni Etf Paris Aligned per l'azionario statunitense e il credito Investment grade in euro e dollari, offre agli investitori italiani un modo trasparente, liquido e conveniente per contribuire a questo obiettivo, investendo in società europee impegnate nella transizione verso una economia più sostenibile, consapevoli dell'opportunità di crescita e del valore generabile per gli azionisti".

AXA IM dispone ora di una suite di otto Etf Ucits su azioni e reddito fisso, che utilizzano strategie passive e attive, e gestisce 1,8 miliardi di dollari in Etf (a fine dicembre 2023).

Libri



The TRENDYX® Approach - New Frontiers in Low Volatility Strategies

Autore: Edoardo Mezza
Prefazione: Filippo Carlo Arena
129 pagine

Hanno 123 anni e sono ancora in piena forma. Con la loro incredibile longevità le medie mobili sono diffuse in tutte le discipline scientifiche, quando c'è bisogno di valutare una tendenza in corso. Nei mercati finanziari, hanno attraversato molte crisi importanti senza che la loro utilità sia mai stata messa in discussione. Ora questo meraviglioso algoritmo potrebbe avere una seconda vita. Edoardo Mezza nel suo libro "The TRENDYX® Approach - New Frontiers in Low Volatility Strategies", disponibile su Amazon, ne descrive una nuova applicazione nel campo delle strategie low volatility.

"Un giorno ho dato un'occhiata alla media mobile a 21 giorni sull'indice S&P 500 e improvvisamente ho pensato che sarebbe stato un indice brillante. Le medie mobili sono smussate, sono sempre vicine all'indice da cui derivano e funzionano meglio durante le fasi di ribasso. Nei rialzi, a seconda della loro lunghezza, rimarranno vicine all'indice, anche se al di sotto di esso. Nel lungo periodo, invece, lo seguono da vicino. Le medie mobili, dunque, sembrano essere l'indice perfetto da utilizzare nelle strategie a bassa volatilità. Semplicemente perché sono decisamente meno nervose dell'indice al quale si riferiscono", racconta l'autore.

Tutto dipende, infatti, dalla loro varianza che è sempre un lembo di quella dell'indice. In particolare, la varianza di una media mobile è il rapporto tra la varianza dell'indice sottostante e il numero di giorni sulla quale è calcolata. La varianza è la madre della deviazione standard e la deviazione standard è la madre della volatilità. Questa proprietà è deterministica, non probabilistica. Ciò significa che può essere replicata. Il fatto che la varianza della media mobile sia solo una frazione della varianza dell'indice determina un eccezionale rapporto rischio/rendimento. Da qui l'idea di trasformarla in un nuovo e più brillante indice a bassa volatilità.

TRENDYX® propone, quindi, un'applicazione originale delle proprietà delle medie mobili per creare una nuova generazione di strumenti finanziari, la prima nel suo genere: esso trasforma le medie mobili in uno strumento d'investimento autonomo in grado di isolare il trend dalla randomness di breve termine, il segnale dal rumore. TRENDYX® rappresenta quindi un cambio di paradigma: dall'investimento con il trend all'investimento nel trend.

Nel periodo 2020/2023, le strategie a bassa volatilità hanno conseguito risultati corretti per il rischio molto modesti. L'indice MSCI World Minimum volatility ha ottenuto una performance annualizzata del 3% con una volatilità del 14,8%. Nello stesso periodo, TRENDYX® avrebbe generato un rendimento annualizzato del 7,3% con una volatilità del 4,6%.

Naturalmente, se TRENDYX® verrà mai creato, sarà grazie gli Etf. Tuttavia, la strada da percorrere è ancora lunga e difficile. Innanzitutto, è necessario creare una famiglia di indici TRENDYX®; gli Etf che replicheranno questa strategia dovranno inevitabilmente essere sintetici e, quindi, bisognerà valutare la disponibilità degli swap provider a collaborare nella loro produzione; soprattutto, infine, bisognerà capire se l'industria degli Etf sia interessata a questa nuova famiglia di strategie.

TRENDYX® è nato per caso. Afferma infatti Edoardo Mezza: "Ho solo avuto la fortuna di uscire dagli schemi convenzionali dell'utilizzo di una metrica ampiamente conosciuta. A volte mi piace pensare a Oskar Barnack, che ha progettato la Leica, la prima fotocamera di piccolo formato. Barnack ha semplicemente sfruttato la pellicola cinematografica esistente, che scorreva in verticale, e l'ha utilizzata in orizzontale, scattando un fotogramma alla volta".



Sei pronto a cavalcare l'onda dei mercati globali con la tua allocazione obbligazionaria?

Investi in soluzioni obbligazionarie dinamiche e guidate dalla ricerca.

Idee d'investimento

WELLINGTON EURO HIGH YIELD BOND FUND

Focus sull'analisi fondamentale per identificare aziende con profili di crescita sostenibili in aree sfavorevoli del mercato.

SFDR: Art. 8
EUR S Acc Unhedged
(IE00BJRHVH04)



WELLINGTON EURO CREDIT ESG FUND

Il fondo investe in titoli di debito societario integrando le caratteristiche ambientali, sociali e di governance (ESG).

SFDR: Art. 8
EUR S Acc Unhedged
(LU2487773629)



WELLINGTON GLOBAL IMPACT BOND FUND

Puntare su società a impatto le cui soluzioni innovative sono sostenute da tendenze sociali e ambientali di lungo periodo.

SFDR: Art. 9
USD S Acc Unhedged
(IE00BH3Q9069)



Destinato solamente agli investitori professionali. Capitale a rischio. Questa pubblicità è una comunicazione di marketing. Si invita a fare riferimento al prospetto dei Fondi e al KID prima di prendere qualsiasi decisione definitiva di investimento. Si invita a considerare i rischi prima di investire. Si rimanda all'informativa relativa alla sostenibilità SFDR. Questo materiale e i suoi contenuti non possono essere riprodotti o distribuiti, in tutto o in parte, senza l'espresso consenso scritto di Wellington Management. Il presente documento è destinato esclusivamente a scopi di marketing. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione a sottoscrivere quote o azioni di un Fondo di Wellington Management ("Fondo"). Nulla di quanto contenuto nel presente documento deve essere interpretato come una consulenza, né costituisce una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di titoli. L'investimento nel Fondo potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori. Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle dell'autore al momento della stesura e sono soggette a modifiche senza preavviso. Le azioni/quote del Fondo sono disponibili solo nelle giurisdizioni in cui tale offerta o sollecitazione è lecita. Il Fondo accetta solo clienti professionali o investimenti tramite intermediari finanziari. Per ulteriori fattori di rischio, informazioni preliminari all'investimento, l'ultima relazione annuale (e semestrale) e, per i Fondi OICVM, l'ultimo documento contenente le informazioni chiave (KID), si prega di consultare i documenti di offerta del Fondo prima di investire. Per ogni paese in cui i Fondi OICVM sono registrati per la vendita, il prospetto e la sintesi dei diritti degli investitori in inglese e il KID in inglese e in una lingua ufficiale sono disponibili sul sito https://sites.wellington.com/KIIDS_wmf/Countries/italy.html. Wellington Management Funds (Ireland) plc è autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland. Il Fondo può decidere di porre fine agli accordi di commercializzazione di azioni/quote in uno Stato membro dell'UE con un preavviso di 30 giorni lavorativi. In Europa (esclusi Regno Unito e Svizzera), emesso dall'entità commerciale di Wellington Management Europe GmbH, società autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza finanziaria tedesca (BaFin). Le azioni del Fondo non possono essere distribuite o commercializzate in alcun modo agli investitori tedeschi al dettaglio o semiprofessionali se il Fondo non è ammesso dalla BaFin alla distribuzione a tali categorie di investitori. ©2024 Wellington Management. Tutti i diritti riservati. A partire dal 1° gennaio 2024. WELLINGTON MANAGEMENT FUNDS® è un marchio di servizio registrato di Wellington Group Holdings LLP.

WELLINGTON
MANAGEMENT®