

segno negativo, nel complesso, è quella dell'America Latina, che ha conseguito -0,6% in calo rispetto a +0,7% del 2014.

I mercati sviluppati ed il G5 crescono più dell'anno precedente, rispettivamente a +1,9% e +1,8% (2014: +1,7% e +1,6%), mentre i paesi emergenti scendono da +4,5% a +3,9%.

Tra i paesi sviluppati la crescita sale nell'Area Euro a +1,5% da 0,9%, si mantiene sostanzialmente costante negli USA (attese +2,4%/+2,5%), scende marginalmente in UK (+2,2%) e più sensibilmente in Canada.

All'interno dell'Area Euro, dove la Grecia registra l'unico segno negativo, l'Irlanda e la Spagna presentano i tassi di crescita migliori, rispettivamente a +6,5% (contro +5,2% del 2014) e 3,2% (rispetto a 1,4%); la Germania passa da +1,6% a +1,5%, l'Italia registra finalmente una crescita positiva stimata a +0,7%.

In termini assoluti di GDP in dollari, USA e Cina staccano l'elenco dei paesi singoli rispettivamente con 17,968 miliardi (16,800 nel 2014) e 11,385 miliardi (contro i 9,240 del 2014).

L'Italia si attesta a circa 1,819 miliardi, superando il Brasile (1,799 mld), il Canada (1,572 mld), la Korea (1,393 mld), la Russia (1,235 miliardi).

Occupazione.

Il tasso di disoccupazione delle economie avanzate si assesta in calo a 6,57% da 6,96% dell'anno precedente con una riduzione generalizzata più evidente negli USA, che riportano 5% in linea con il target di piena occupazione precedentemente fissato nell'Area Euro (19 paesi), che registra 10,5% da 11,6%, e UK a 5,10% da 5,50%.

Nell'Area Euro rimane una importante disparità di dati, spesso in contrasto con la crescita del GDP: la Spagna segna un 20,8% un livello molto elevato pur se in discesa dall'anno precedente (23,15%); la Grecia 24,5%, la Francia 10,2%, l'Italia 11,40% ed infine la Germania 4,5%.

In Giappone l'indicatore scende leggermente a 3,30% rispetto al 3,60% dell'anno precedente.

Inflazione

Il tasso di inflazione annua attesa dei mercati sviluppati è crollata a 0,2% rispetto all'1,4% dello scorso anno, con effetto particolarmente evidente nel G5, dove gli USA sono scesi allo 0,12%, l'Euro Area intorno allo 0 (con punte negative in Grecia, Spagna e Finlandia), il Giappone a 0,5%, UK a 0 ed il Canada a 1,1%.

Tutto ciò è effetto, nonostante la politica monetaria espansiva di gran parte dei blocchi, esclusi gli USA, sia della drammatica e costante riduzione nei prezzi delle materie, petrolio in testa, che dell'eccesso di capacità produttiva - persistente a livello globale - che non consente ancora, pur a fronte di una ripresa nei consumi privati, di vedere un riavvio stabile della dinamica salariale. Questo dato è particolarmente evidente in Giappone, dove nonostante la ripresa graduale dei parametri dal 2013, i dati rilevati a

fine anno su tutti gli indicatori sono stati tali da spingere le autorità centrali ad introdurre un regime di tassi negativi su determinati “eccessi di cassa” per spingere ulteriormente la crescita.

Nei mercati emergenti l’inflazione rimane allineata ai parametri dello scorso anno, globalmente intorno al 4,2%; i mercati emergenti ex Cina si assestano al 5,5%, mentre la Cina stessa vede l’indicatore scendere a 1,5% da 2%, in linea con gli interventi di “easing” che sono iniziati in corso d’anno.

Politiche monetarie

Un mondo diviso: Europa e Giappone stanno portando avanti una forte politica anti-inflazionistica usando tutte le leve di politica monetaria, acquisto di titoli sul mercato in testa (€80 miliardi al mese la BCE, circa lo stesso importo in Giappone) per iniettare liquidità sul mercato e stimolare ripresa nei consumi e l’utilizzo della capacità produttiva.

I dati di fine anno estremamente deludenti in questi blocchi, rispetto alle attese, si stanno concretizzando nell’intensificazione degli interventi previsti.

In Giappone è stato introdotto dalla banca centrale un sistema a “tre livelli”: i depositi esistenti verranno remunerati al tasso di 0,1% (*Basic Balance*); un tasso di 0% sarà applicato sulle riserve richieste presso la banca centrale per supportare programmi di sostegno al sistema (*Macro Add-on Balance*); un tasso di -0,1% sarà applicato all’ulteriore liquidità che le banche depositeranno in eccesso di quanto sopra (*Policy Rate Balance*), stimolando una ripresa del credito. In Europa, l’estensione del QE al 2017 annunciato già a dicembre, viene integrato a marzo da un aumento nel volume mensile degli acquisti e dalla riduzione ulteriore dei tassi di deposito.

Negli USA, terminato a fine 2014 il QE, l’anno è stato caratterizzato dall’attesa del primo rialzo, finalmente realizzato a dicembre nell’ambito di una “retorica” della governatrice Yellen molto prudente relativamente al “ritmo” di prosecuzione di detto rialzo. Sia l’andamento dei mercati che la riduzione dell’inflazione al di là delle attese hanno contribuito a mantenere le curve dei tassi americani abbastanza “indenni” rispetto all’inizio del processo di rialzo, pur avendo registrato un graduale aumento dei livelli dalla fine del 2014 ad oggi. A fronte del miglioramento dei dati sui consumi e sull’occupazione, gli USA presentano un andamento “statico” dei parametri del manifatturiero che inducono a pensare ad un rallentamento della crescita.

La riduzione nella liquidità del mercato derivante da questo processo ha avuto un impatto notevole anche sull’andamento dei mercati, che hanno subito brusche correzioni aumentando le volatilità su tutti gli attivi e allargando gli spread di credito.

In UK i primi rialzi sono attesi per la fine del 2016, in un’economia dove la politica monetaria ha sempre dimostrato rapidi tempi di risposta all’andamento dei parametri macro. La Cina sta portando avanti una politica “non convenzionale” di tipo espansivo mirata alla normalizzazione del cambio e pianificando un lento processo di apertura del proprio mercato verso l’esterno. L’Asia vede un livello generalizzato di bassi tassi di interesse che contrasta con la politica anti-inflazionistica portata avanti nella

maggior parte dei mercati dell'America Latina, Brasile in testa, dove il problema è rappresentato da importanti deficit nelle partite di conto corrente.

I mercati finanziari.

Il 2015 è l'anno in cui la volatilità riprende: l'avvio del QE della BCE fa esplodere i mercati europei nel I° trimestre e consolida l'indebolimento dell'Euro. Il II° semestre vede un graduale storno dei governativi, con prese di profitto importanti che, al termine della "crisi" greca di giugno - qualche tensione tra Syriza e la troika, rapidamente rientrata - diventano nuove opportunità d'acquisto.

Nel III° trimestre i mercati si fermano, poi riprendono, salvo girare in rosso in agosto con la Cina, che mostra dati in forte riduzione sul manifatturiero e sull'export e vara una politica di svalutazione del cambio che continuerà nei mesi a venire. Il fattore Cina, paese in "transizione di modello economico" è uno degli elementi che ha contribuito maggiormente e continuerà a farlo negli anni a venire alla volatilità dei mercati. I timori sulla debolezza cinese e la forte depressione nei prezzi delle materie prime sono ciò che destabilizza fortemente il mercato nel secondo semestre dell'anno, influenzato anche dall'inizio del processo di rialzo dei tassi in USA, elemento di conferma della stabilità del più grande mercato del mondo, ma anche segnale di minore liquidità a disposizione dei mercati e da risultati inferiori alle attese della politica monetaria di Draghi.

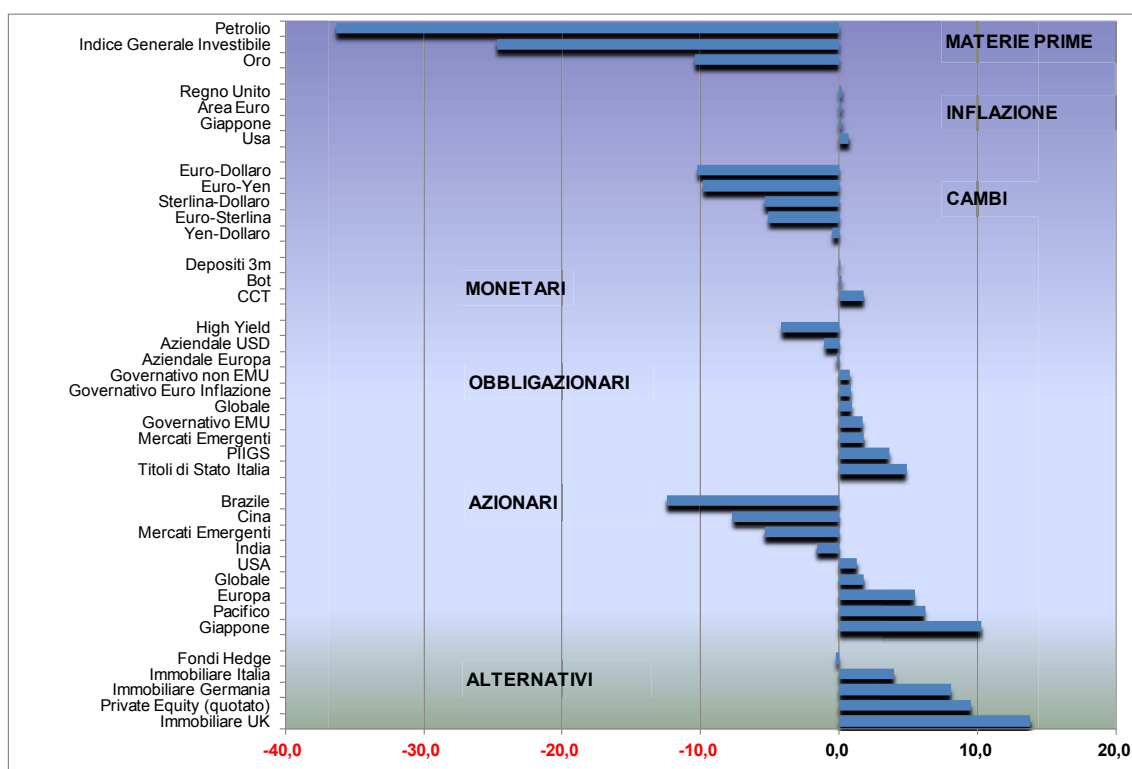
Mercati azionari (esclusa la componente cambio)

L'indice globale azionario ha fatto registrare un progresso del +1,8% con maggiori rialzi nei mercati dei paesi sviluppati (+2,6%) rispetto ai mercati dei paesi emergenti (-5,4%), evidenziando ancora il permanere del flusso di riallocazione dei capitali innestatosi nel 2013.

In particolare il mercato dell'area Pacifico (+6,2%) e il Giappone in primis (+10,3%) hanno performato di più rispetto all'area Euro (+5,4%) e al mercato USA (+1,3%). Quest'ultimo ha recepito le aspettative di rallentamento del ciclo economico e la discesa del prezzo del petrolio che ha impattato severamente sul settore energetico molto sviluppato negli ultimi anni con lo sfruttamento dello *shale gas*.

Nell'area Euro quasi tutti i mercati hanno proseguito il trend positivo del 2014: Italia, Francia e Germania tra il 10% ed il 15%, mentre si rileva un assestamento del mercato spagnolo (-5,8%), un recupero di quello portoghese dopo il forte calo del 2014 (+13,5%) e la Grecia ancora alle prese con la sfiducia dei mercati (-56,9%).

Tra i mercati emergenti la dispersione delle performance va dalla Russia (+22,9%) all'India (-1,6%) fino al Brasile (-12,5%).



Mercati obbligazionari

L'indice globale obbligazionario ha riportato una performance quasi nulla (+0,9%) senza una netta distinzione tra le principali aree.

I maggiori movimenti si sono registrati per i paesi periferici dell'area Euro (+3,7%) ed in particolare per i titoli di Stato italiani (+4,9%) che hanno visto ulteriormente ridursi lo spread nei confronti dei titoli tedeschi, segno di una ritrovata fiducia dei mercati degli interventi di finanza pubblica aiutata anche dalla politica espansiva della BCE.

I mercati che invece meno hanno beneficiato delle condizioni monetarie eccezionali sono quelli del settore privato, sia *investment grade* (-0,2% corporate Euro, -1,1% corporate USA) che *high yield* (-4,2%).

I tassi azzerati sulla parte brevissima di curva imposti dalla BCE segnalano una performance dei mercati monetari prossima allo 0% (+0,1%), ad eccezione dei CCT che hanno beneficiato del restringimento degli spread dell'emittente Italia (1,8%).

Mercati dei cambi

È proseguito nel primo trimestre 2015 il trend di apprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute. Nei trimestri successivi il trend si è arrestato oscillando contro l'Euro tra l'1,05/1,10, e chiudendo definitivamente l'anno con un apprezzamento del 10,2%.

Il dollaro si è apprezzato nei confronti della sterlina (+5,4%) ed è rimasto invariato rispetto allo Yen (+0,5%). L'Euro si è quindi svalutato nei confronti dello Yen e della sterlina rispettivamente del 9,8% e del 5,1%.

Mercati delle materie prime

Nel 2015 è proseguito il trend di ribasso dei prezzi delle materie prime, ancor più del 2014 (-25%) causato principalmente dal forte ribasso dei prezzi del petrolio (-36%). Poca difesa anche dai prezzi delle materie prime non energetiche che hanno continuato a scendere tra cui l'oro, bene rifugio per eccellenza, che ha segnato una performance del -10,4%.

Il petrolio partiva dai livelli di 50 dollari di inizio anno ed è arrivato fino a \$60 a fine giugno. Poi ha ripreso a scendere toccando i 40 dollari ad agosto, per poi scendere significativamente da novembre fino a gennaio 2016 dove ha toccato i minimi sui 27 dollari.

Investimenti alternativi

L'indice del Private Equity quotato nel 2015 ha segnato un discreto rialzo (+9,5%) anche se l'indice calcolato da Cambridge sugli investimenti diretti di Private Equity in USA ha registrato per la prima volta negli ultimi tre anni un dato negativo nel terzo trimestre (-1,4%). L'anno 2015 ha visto comunque un'accelerazione delle attività di *exit* degli investimenti grazie anche alle ottime quotazioni del primo semestre del mercato azionario quotato che hanno spinto in alto le operazioni di fusione e acquisizione.

L'indice dei Fondi Hedge dell'universo investibile non consegna sostanzialmente performance nel 2015 evidenziando comunque una dispersione delle sottostanti strategie: da quelle molto positive come *directional quant* (+9,0%), *merger arbitrage* (+8,4%) e *volatility* (+6,3%) a quelle che più hanno sofferto quali *credit* e *FI arbitrage* (-4,4%), *special situation* ed *event driven* (-6,6%) e *distressed restructuring* (-11,1%).

I mercati immobiliari.

Per il 2015, i dati al III° trimestre confermano il trend di crescita che stima un volume globale di transazioni di circa Euro 1,000 miliardi (+15% rispetto all'anno precedente), con una diversa distribuzione sia per macro aree, che all'interno delle medesime. Gli USA vedono una crescita a circa +30% (+40% se rilevata in Euro senza considerare l'effetto cambio) supportata principalmente dalla domanda interna, l'Asia in calo di -13% (effetto Cina), l'Europa in crescita di +10%.

I grandi volumi si concentrano sempre sulle grandi città, New York e Londra in testa. Negli USA il ciclo economico si considera ormai 'normalizzato': il 2016 è visto come l'anno in cui gli indicatori macro saranno più allineati, con disoccupazione inferiore al 5% e un maggior impulso interno al settore immobiliare, dato da migliori condizioni di accesso al credito ed un'aumento nella confidenza dei consumatori. In Europa il ciclo è ancora in corso, date le diverse condizioni interne, e l'afflusso di capitali dall'estero si mantiene alto (circa il 60% del totale). L'anno presenta un record di transazioni. Volumi

stabili in UK (circa euro 70 miliardi, concentrate al 68% su Londra) e crescita in Germania, Francia e paesi Nordici.

L'Italia torna nel radar con importanti transazioni estere (uffici su Milano e transazioni commerciali, anche ad opera di fondi private equity e grandi investitori stranieri): transazioni più grandi ma meno numerose.

Per il 2016, gli analisti prevedono un rallentamento degli investimenti sui grandi centri considerando che gli investitori si sposteranno più sulla 'periferia' alla ricerca di maggiore reddito.

In Europa, dove si registra complessivamente +10,1% di performance (suddivisa tra +6,2% in termini di crescita dei prezzi, significativi di un settore in fermento, e 3,7% in termini di reddito, stabile) è importante distinguere tra UK ed Europa continentale.

- UK: Il consolidamento degli indicatori macro, permanendo bassi livelli dei tassi di interesse (il tightening è previsto iniziare alla fine dell'anno, salvo imprevisti), ha visto aumentare negli investimenti il ricorso alla leva e le percentuali di debito (da 50% a 70% circa).

Lo spread tra rendimento immobiliare (intorno ai minimi) e dei titoli di stato (anch'esso ai minimi) è al massimo storico (intorno a 3,2%, contro un livello 'normale' tra 2-2,5%) segno che pur in presenza di un mercato già ampiamente salito, l'immobiliare continua a risulta attraente rispetto ai titoli di stato¹.

A Londra il mercato *prime* direzionale della City si assesta poco sopra il 4%, nel West End al 3,5% o inferiore. Il resto del paese si assesta intorno al 5%.

Nel 2015 il mercato ha registrato complessivamente +20%, mentre il tasso di rendimento annualizzato dal 1993 risulta pari a circa 8% suddiviso in 2% guadagno di capitale e 6% reddito.

Negli ultimi anni si è assistito ad una serie di fattori di crescita 'strutturale' del mercato:

- ✓ crescita demografica (Londra ha raggiunto il livello più alto di popolazione dal 1939) e di occupazione (con adeguamenti sui progetti infrastrutturali, trasporti, utilities);
- ✓ forte afflusso di capitali esteri anche sui c.d. trophy assets con caratteristiche difensive nel lungo termine;
- ✓ scarsità dell'offerta rispetto alla domanda: elevati livelli di occupazione degli edifici e insufficiente provvista hanno spinto al rialzo i rendimenti locativi, stimolato nuova attività cantieristica, ed 'allargato' i limiti della città.

I rendimenti complessivi, rispetto agli ultimi esercizi (+20% nel 2014, +15% nel 2015), si prevede si normalizzeranno nei prossimi anni a convergere verso i valori

¹ Allo stesso tempo va considerato che il mercato è molto alto e che i tassi di capitalizzazione attuali – utilizzati per determinare il valore delle proprietà – stanno arrivando a livelli molto bassi rappresentando a loro volta un elemento di rischio.

medi di lungo termine, intorno all'8%. Si potranno vedere quindi anche riduzioni di prezzo in alcuni anni in relazione alla dinamica degli investimenti, dell'afflusso dei capitali, del rapporto domanda/offerta.

- Europa: panorama estremamente diversificato: Parigi è uno dei mercati urbani prime più importanti, il secondo dopo Londra; la Germania nel suo complesso è il secondo mercato nazionale dopo quello inglese. Spagna ed Irlanda hanno visto un recupero notevole del GDP e dei mercati immobiliari a seguito dei piani di ristrutturazione concordati con l'Europa. Uscendo dalle città i rendimenti sono più alti e suscettibili di attrarre investimenti.

La ripresa del comparto in tutta Europa è largamente supportata dal basso livello dei tassi di interesse, previsti tali nel medio-lungo termine data la politica espansiva portata avanti dalla BCE. Questo stimola gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati rispetto a quelli offerti dalle più tradizionali attività, considerata anche la possibilità di ricorrere a finanziamenti a basso costo.

In Italia, nel 2015 tornata ad una crescita positiva del GDP, gli investimenti stanno lentamente riprendendo, sia nel settore residenziale-*retail*, dove le condizioni di accesso al credito stanno lentamente migliorando, sia sui grandi investimenti che continuano a vedere afflusso di capitali esteri. Il *prime* a Milano ha un differenziale di rendimento di circa 1% rispetto a Londra, a fronte di un mercato comunque non comparabile sia in termini dimensionali che di complessità gestionale ed amministrativa.

Si prevede che il 2015 chiuda con volumi superiori a € 8 miliardi (+50% rispetto al 2014), con rendimenti variabili tra il 3,5% dell'*high street* nelle principali città, il 4% degli uffici, il 5% del *retail* ed il 7% della logistica. E' interessante vedere come i rendimenti siano scesi maggiormente nel 2014 rispetto al 2015, dove le transazioni sono state meno, ma più grandi e concentrate sul mercato di ampia gamma - *high street* è sceso di circa 0,50%.

Il ricorso al credito è migliorato, anche in termini di maggiore accesso ai mutui sul mercato residenziale, pur mantenendosi spread più alti di quelli praticati dalle banche nel resto d'europa. Mentre in Italia lo spread si attesta a 2,25%, in Germania è assestato a 1%, in UK a 1,25%, in Spagna a 1,80%.

E' interessante comparare Inghilterra ed Italia in termini di GDP e GDP pro-capite rispetto ai volumi di investimento immobiliare (1 a 11). Si nota che i due paesi, abbastanza simili in termini di popolazione, hanno raggiunto entrambi il massimo GDP nel 2007; dopo lo scoppio della crisi l'Inghilterra ha recuperato il differenziale nel 2014, l'Italia sta recuperando molto più lentamente.

L'Asset Allocation Strategica, l'Asset Allocation Tattica ed il Rischio.

La Fondazione ENPAM si è avvalsa di un consulente esterno (Iscritto all'albo CONSOB per la specifica materia) sia per la definizione della Asset Allocation Strategica (AAS), attraverso un modello di ottimizzazione basato sui rendimenti attesi, la volatilità

di ciascuna classe di investimento e la matrice di correlazioni, sia per la misurazione del rischio del portafoglio che viene effettuata ex-post alla fine di ciascun trimestre.

Gli organi della Ente sono consapevoli che si possono verificare periodi con dei risultati anche negativi a causa della non prevedibilità e volatilità nel breve termine dei mercati finanziari, soprattutto quelli azionari.

L'accettazione di questa strategia, basata sulla moderna teoria di portafoglio, implica che l'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento è di medio-lungo termine, adatto ad un fondo pensione come ENPAM che ha orizzonti di lungo periodo.

La dislocazione degli investimenti effettivi rispetto alla Asset Allocation Strategica determina la Asset Allocation Tattica (AAT) e la composizione di strumenti finanziari del portafoglio (PTF) determina il rischio effettivo del portafoglio di investimento.

L'Asset Allocation Strategica.

L'Asset Allocation Strategica approvata dalla Fondazione nel marzo 2012 ha un carattere "provvisorio" conseguente all'incertezza normativa del periodo della sua adozione: all'epoca dovevano essere ancora definiti appieno tutti gli aspetti del D. Lgv. 201/11 ("decreto Salva Italia") e la Fondazione si apprestava a completare la propria riforma previdenziale.

L'AAS viene denominata provvisoria in quanto basata su delle simulazioni attuariali provvisorie, che contenevano modifiche dei regolamenti in itinere, che differiscono oggi da quelle effettivamente risultanti alla fine del percorso normativo, conclusosi con l'approvazione da parte dell'autorità competente. Gli effetti della riforma finale non variano significativamente rispetto alle proiezioni effettuate con le simulazioni attuariali provvisorie. In particolare si evidenzia un anticipo della gobba del deficit di saldo previdenziale dal 2029 al 2027 ed un ritardo del ritorno al saldo positivo dal 2036 al 2037. Nel punto di picco il deficit previdenziale passa da circa -300 milioni di Euro a -500 milioni. Tuttavia, ipotizzando un rendimento del patrimonio del 2%, il saldo di esercizio complessivo rimane sempre positivo toccando un minimo di circa 70 milioni di Euro nel 2032 rispetto al minimo di circa 300 milioni, sempre nel 2032.

L'analisi delle simulazioni attuariali ha quindi individuato una fase di attenzione durante la quale i saldi di cassa saranno marginalmente negativi. Il raggiungimento del rendimento obiettivo deve quindi essere completato entro tale termine, per consentire il pieno finanziamento dei saldi di cassa con i proventi della redditività del patrimonio (saldi di esercizio). L'orizzonte temporale del portafoglio strategico è stato calcolato in 15 anni e, per motivi prudenziali, si è adottato un orizzonte temporale più breve di 10 anni. La probabilità stimata che la AAS fallisca il raggiungimento dell'obiettivo di rendimento minimo del 2% netto nell'arco di dieci anni non è superiore al 5%.

Nel corso del 2015 è proseguita l'attività di revisione analitica delle passività che condurrà nel primo semestre del 2016 alla rielaborazione del nuovo Bilancio Tecnico e di conseguenza ad una revisione della strategia di investimento, già in corso di elaborazione

nei primi mesi del 2016 col supporto dell'Investment Advisor, nominato nel dicembre 2015 Willis Tower Watson.

Nella seguente tabella è riportata la AAS provvisoria e le sue caratteristiche finanziarie, adottata dalla Fondazione nel II trimestre del 2012, per la quale sono stati stabiliti anche dei parametri di intervallo in ciascuna asset class.

Mercato di riferimento	AAS		Valori attesi nel periodo di 10 anni	
			Rendimento	Rischio
Monetario	5,0%	± 5,0%	2,0%	1,0%
Obbligazionario	41,0%	± 8,5%	4,9%	
Titoli di Stato area Euro	12,0%	± 2,5%	4,5%	5,1%
Titoli di Stato Mondo (ex Euro)	10,0%	± 2,0%	4,3%	4,8%
Titoli Paesi emergenti	2,0%	± 0,5%	7,6%	8,2%
Titoli Aziendali area Euro	9,0%	± 2,0%	5,1%	5,5%
Titoli Aziendali area USA	6,0%	± 1,0%	5,0%	5,6%
Titoli High Yield	2,0%	± 0,5%	7,1%	8,7%
Inflazione (Titoli di Stato Euro)	4,5%	± 1,0%	4,6%	5,3%
Azionario	9,0%	± 4,0%	8,6%	
Azioni Europa	3,0%	± 1,0%	8,6%	20,1%
Azioni Nord America	2,5%	± 1,0%	8,1%	19,6%
Azioni Pacifico	1,5%	± 1,0%	8,5%	21,3%
Azioni Mercati emergenti	2,0%	± 1,0%	9,4%	22,1%
Alternativi	5,5%	± 1,5%	8,8%	
Hedge Funds	3,0%	± 0,5%	7,6%	7,3%
Commodity	1,5%	± 0,5%	9,3%	20,6%
Private Equity	1,0%	± 0,5%	11,4%	23,6%
Immobiliare	35,0%	± 5,0%	4,5%	6,6%
Asset allocation Totale			5,2%	5,4%
Rendimento atteso al netto dei costi			4,6%	
Rendimento atteso netto costi e fiscalità			3,8%	
Rendimento min su 10 anni al 95% di confidenza			3,3%	
Rendimento min su 10 anni al 97% di confidenza			3,0%	

In merito alla distribuzione del rischio (RAS, Risk Allocation Strategica) della strategia si evidenzia complessivamente una allocazione equipesata tra le tre principali asset class (Obbligazionario, Azionario e Immobiliare), mentre rimane marginale il contributo degli alternativi finanziari.

Asset	AAS	AAT	RAS
Obbligazionario	50,5%	±14,5%	25,3%
<i>Monetario</i>	5,0%	±5%	0,1%
<i>Obbl. Governativo</i>	28,5%	±6,0%	12,7%
<i>Obbl. Corporate</i>	17,0%	±3,5%	12,5%
Azionario	9,0%	±4%	29,6%
Alternativi	5,5%	±1,5%	7,9%
Immobiliare	35,0%	±5%	37,3%

Gli investimenti di un ente di previdenza come la Fondazione Enpam, alla luce dei sistemi previdenziali attuali fortemente sensibili in termini di sostenibilità e adeguatezza all'andamento del mercato del lavoro, devono anche considerare aspetti non secondari come l'impatto economico, di sistema ed occupazionale degli investimenti. Infatti la tenuta nel lungo periodo del sistema pensionistico dipende anche dalla crescita dei contributi che dipende dallo sviluppo del lavoro medico e odontoiatrico.

Pertanto oltre ai tradizionali parametri che guidano l'asset allocation strategica e tattica, il Consiglio di Amministrazione dell'Ente ha ritenuto necessario considerare l'impatto economico indiretto sul settore di riferimento e sull'occupazione degli investimenti promossi.

La Fondazione ha quindi deciso di indirizzare, all'interno della AAS predeterminata tempo per tempo, fino al 5% del proprio patrimonio in investimenti aventi carattere strategico per i fini istituzionali (*mission related*) secondo i seguenti elementi:

- interesse strategico legato alla crescita delle Professioni Mediche e Odontoiatriche, al Sistema Sanitario Nazionale, alla solidità finanziaria dello Stato Italiano;
- limite massimo del 5% dell'attivo patrimoniale;
- iniziative di investimento nelle classi Obbligazionario, Azionario, Immobiliare, Private Equity;
- deviazione dai principi finanziari di diversificazione e ottimizzazione di portafoglio.

Tali investimenti rientrano nel cd. **Portafoglio Istituzionale** e devono rispettare i seguenti requisiti minimi:

- Rendimenti netti potenziali almeno positivi;
- Rischio in linea a quello di riferimento della asset class o sotto comparti della stessa;
- Obiettivi non finanziari dichiarati.

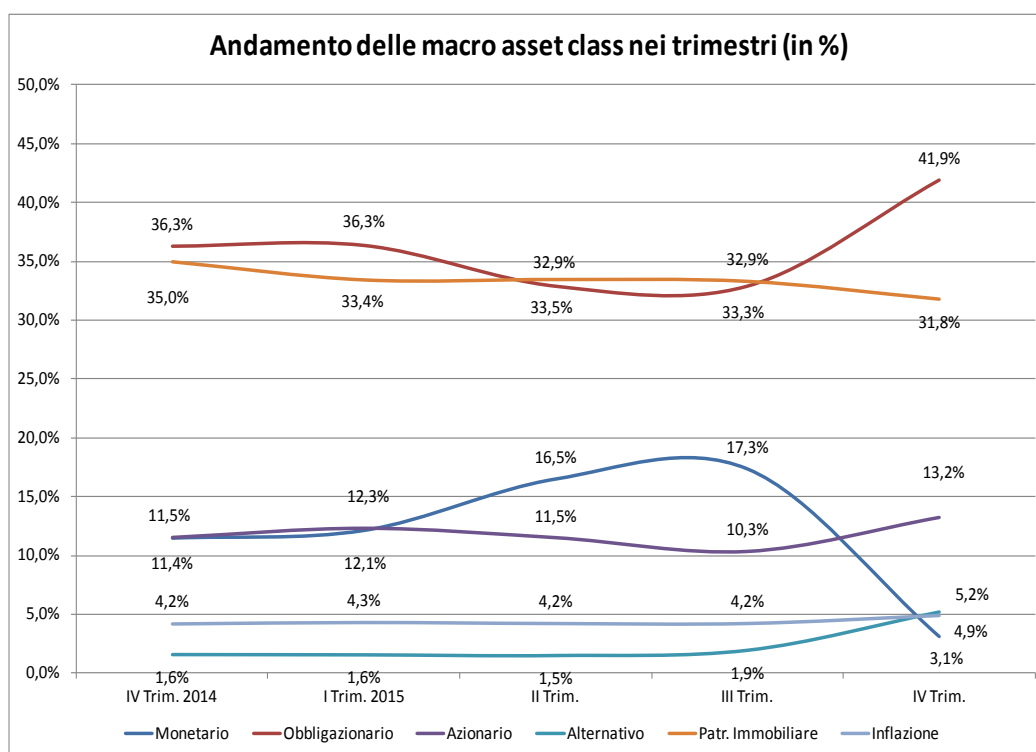
L'Asset Allocation Tattica.

Il presente paragrafo evidenzia i trend di fondo degli investimenti patrimoniali tra le diverse macro asset class nel corso del 2015 alla fine di ciascun trimestre così da evidenziare le principali scelte tattiche di deviazione dalla Asset Allocation Strategica.

Nel corso del 2015 l'Ente ha proseguito il progetto di revisione del portafoglio al fine di raggiungere una graduale e progressiva convergenza generale del portafoglio rispetto a quanto previsto dall'allocazione strategica di lungo periodo. In linea con il processo avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività volta a razionalizzare e migliorare il profilo del portafoglio, sia finanziario sia immobiliare, attraverso l'ampliamento della componente in delega di gestione o in fondi.

Il trend di riduzione del peso immobiliare a favore del finanziario è stato mantenuto in previsione anche dell'entrata in vigore dello schema di decreto del MEF, di concerto con il MINLAV relativo alle disposizioni in materia di investimento delle risorse finanziarie degli Enti previdenziali che prevedrebbe di fatto un limite massimo di esposizione immobiliare agli investimenti alternativi - incluso l'immobiliare - al 30%.

In particolare per il portafoglio finanziario, per le ragioni esposte nel successivo paragrafo inerente l'andamento del rischio, si è proceduto nell'ultimo trimestre ad investire, tra fondi e mandati, circa 2,7 miliardi di euro. Nella seconda parte dell'anno si è anche cominciato a costruire la posizione sul comparto *Commodity* sfruttando il forte ribasso dei prezzi, pur sempre rimanendo in deciso sottopeso.



Il grafico evidenzia come, nel corso dell'anno, sono variati i pesi percentuali nei comparti ed in particolare si rileva l'aumento della esposizione al comparto monetario nei primi trimestri del 2015. La posizione è stata determinata alla fine del 2014 in considerazione della forte compressione del rischio che si temeva potesse sfociare in una correzione dei mercati come effettivamente è successo nel II e III trimestre 2015. Poiché i rendimenti ottenibili da investimenti di mercato monetario sono stati costantemente nulli o negativi durante l'anno, si è preferito mantenere la giacenza sui conti correnti di funzionamento che hanno comunque fornito una remunerazione superiore (+0,4%).

Scostamenti da Asset Allocation Strategica del trimestre					
Asset Class	2014 IV	2015 I	2015 II	2015 III	2015 IV
MONETARIA	6,4%	7,1%	11,5%	12,3%	-1,9%
OBBLIGAZIONARIA	-4,7%	-4,7%	-8,1%	-8,1%	0,9%
Titoli di Stato area Euro	-1,3%	0,5%	-1,4%	-1,1%	0,0%
Titoli di Stato Mondo (ex Eu	-2,5%	-1,4%	-2,3%	-2,2%	1,1%
Titoli Paesi emergenti	-0,8%	-0,8%	-0,1%	-0,2%	0,4%
Titoli Aziendali area Euro	-0,3%	-1,7%	-2,3%	-2,5%	-0,8%
Titoli Aziendali area USA	-0,3%	-1,8%	-1,9%	-2,0%	0,3%
Titoli High Yield	0,5%	0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,1%
INFLAZIONE	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	0,4%
AZIONARIA	2,5%	3,3%	2,5%	1,3%	4,2%
Azioni Europa	1,1%	1,4%	1,0%	0,8%	1,9%
Azioni Nord America	1,2%	1,3%	1,1%	0,7%	1,8%
Azioni Pacifico	0,0%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,1%
Azioni Mercati emergenti	0,2%	0,4%	0,3%	0,1%	0,3%
ALTERNATIVI	-3,9%	-3,9%	-4,0%	-3,6%	-0,3%
Hedge Funds	-2,1%	-2,1%	-2,2%	-2,1%	-0,3%
Commodity	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-0,9%	-0,6%
Private Equity	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	0,7%
IMMOBILIARE	0,0%	-1,6%	-1,5%	-1,7%	-3,2%
TOTALE	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

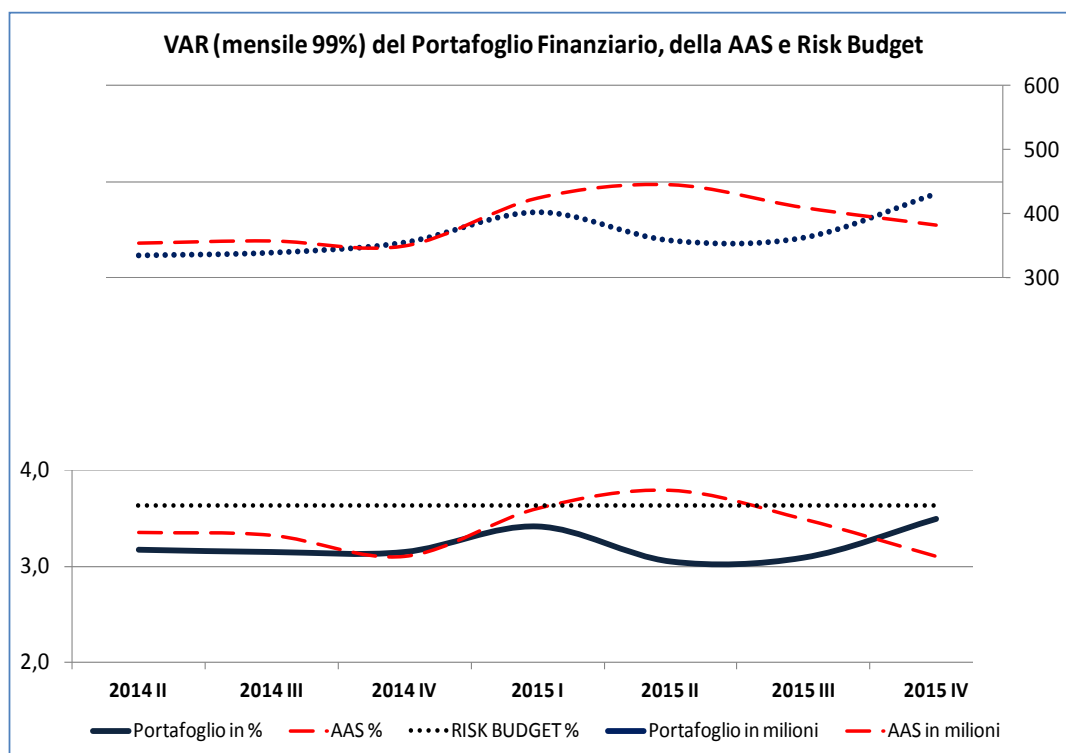
Nella tabella si nota l'effetto complessivo delle attività di investimento in termini di scostamento del Portafoglio di Investimento complessivo dalla Asset Allocation Strategica deliberata.

La tabella evidenzia sostanzialmente le principali scommesse tattiche nel portafoglio dell'Ente:

- rientro della sottosposizione al mercato obbligazionario attraverso la chiusura del sottopeso nel comparto titoli di stato mondo ex-Euro;
- aumento del sovrappeso nel mercato azionario principalmente Euro e USA, che continua dal 2013;
- sottopeso nel comparto monetario finalizzato ad anticipare i notevoli flussi di rimborso del portafoglio titoli strutturati atteso nel 2016.

Il Rischio del portafoglio.

Il Valore a Rischio (VAR) del portafoglio finanziario complessivo alla fine del 2015, secondo le analisi del Risk Advisor, è di circa il 3,5% (base mensile al 99^{mo} percentile), superiore a quello del benchmark che è del 3,10% ma inferiore al risk budget complessivo del 3,63%. Durante l'anno si è evidenziato un dato stabile nei primi 3 trimestri e poi, con gli investimenti effettuati nel quarto trimestre, il VAR ha superato quello di mercato ma è rimasto al di sotto del livello di risk budget.



Il VAR in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 430 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese di valore di mercato potrebbe scendere di oltre 430 milioni con una probabilità dell'1%.

Nel corso del 2015 il mercato ha visto caricarsi il rischio nei primi due trimestri, con il valore del benchmark strategico che ha sconfinato sopra il Risk Budget. In tale circostanza si è preferito aspettare il rientro dei parametri nei limiti previsti nel terzo trimestre ed effettuare gli investimenti nel quarto, appena i mercati sono stabilizzati.

Il VAR del portafoglio obbligazionario, compresa la liquidità, che alla fine del 2015 pesa per circa il 50% del portafoglio complessivo, il 73% del portafoglio mobiliare, è di circa il 3,66% ed è superiore a quello del benchmark, che è del 2,84%. Il dato è in aumento rispetto allo scorso anno in quanto, come già evidenziato dalle scelte tattiche, è aumentata la componente obbligazionaria non monetaria in funzione della scelta di tornare a benchmark sulla macro classe obbligazionaria e sovrappesare il comparto non governativo.

Il VAR obbligazionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 310 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 310 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del portafoglio azionario, che alla fine del 2015 pesa per l'13,2% del portafoglio complessivo il 19,3% del portafoglio mobiliare, secondo le analisi del Risk

Advisor è di circa l'5,7%, in aumento nell'anno, superiore al benchmark che rileva il 5,5% (*n.d.r.* rispetto all'anno scorso il dato è stato calcolato su un orizzonte temporale di 2 anni anziché 10).

Il VAR azionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 136 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 136 milioni con una probabilità dell'1%.

La performance totale del Portafoglio.

Rimandando per il dettaglio dell'analisi dei contributi al rendimento del portafoglio alla documento informativo dell'Area Patrimonio, si vuole qui evidenziare il rendimento complessivo finanziario del portafoglio di investimento e delle sue macro aree, sia in termini assoluti sia in termini relativi alla strategia di investimento adottata.

Si vuole innanzitutto precisare che i dati qui considerati stimano il rendimento mark to market che è dato, oltre che dai proventi che rilevano contabilmente, anche dai plusvalori extra contabili come le plusvalenze sull'attivo circolante e immobilizzato e le minusvalenze nell'immobilizzato. Infatti si ricorda al lettore che i principi contabili nazionali, ispirati al criterio della prudenza del minore tra costo e mercato, non consentono di iscrivere le plusvalenze non realizzate oltre il costo storico, mentre obbligano a rilevare le minusvalenze non realizzate, e permettono di non rilevare le minusvalenze dell'immobilizzato a meno di una perdita durevole di valore.

In particolare anche nel 2015 il rendimento di mercato del portafoglio è stato sostanzialmente superiore all'andamento del benchmark della Asset Allocation Strategica, evidenziando contributi positivi derivanti da tutte le principali macroaree.

Stima del rendimento del patrimonio mark to market al netto degli oneri di gestione e lordo della tassazione

Portafoglio (Mil. di Euro)	2015			
	Valore di Mercato	Peso%	Performance	AAS
Portafoglio Totale	17.970	100%	1,7%	1,5%
Tesoreria	422	2%	0,4%	0,0%
Portafoglio Immobiliare	5.646	31%	2,4%	4,2%
Portafoglio Finanziario	11.902	66%	1,5%	0,1%

Per quanto riguarda il benchmark strategico si rileva che complessivamente negli ultimi 4 anni ha consegnato un rendimento medio annuo inferiore a quello atteso di circa l'1%.

Rendimento del benchmark strategico della Fondazione

Rendimento della AAS	
2012	6,9%
2013	3,3%
2014	5,8%
2015	1,5%
medio per anno	4,4%

In termini comparativi con l'inflazione, che ricordiamo è stata dell'0,7% annuo in Italia negli ultimi quattro anni, il rendimento reale si attesta al +3,4%.

Rispetto al tasso di rendimento del patrimonio (2%) programmato nelle simulazioni attuariali della riforma dei regolamenti, l'eccesso di rendimento è del +2,1%.

In termini di attivo patrimoniale valutato a mercato si stima un ammontare di circa 18 miliardi di Euro che, paragonato al valore contabile delle attività di investimento pari a 16,45 miliardi di Euro, evidenzia un plusvalore netto latente di 1,54 miliardi di Euro, distribuito tra circa 562 milioni del Portafoglio Finanziario e 980,4 milioni del Portafoglio Immobiliare.

Il patrimonio netto di bilancio ammonta a 17,2 miliardi di Euro e quindi, se valutato in termini di mercato, si attesta oltre i 18,7 miliardi di Euro.

Il valore di patrimonio netto contabile è superiore a quello proiettato a fine 2015 nelle simulazioni della riforma approvata che è di 17,04 miliardi di Euro, il che consente di avere un ampio cuscinetto di protezione per eventuali andamenti negativi di mercato.

Il portafoglio finanziario.

La valutazione della performance finanziaria del portafoglio è complessa e, ad eccezione delle gestioni in delega per le quali si hanno dati di performance calcolati sia dai gestori che dalla banca depositaria, il resto viene calcolato dagli struttura interna.

In particolare si stima una performance finanziaria complessiva del 2015 dell'1,5% (netto costi lordo imposte) che è paragonato positivamente al benchmark strategico che ha segnato il +0,1%.

Volendo riassumere per il solo portafoglio finanziario abbiamo:

Performance 2015	PTF	AAS	AAT	Excess Return	di cui AAT	di cui Selezione
Portafoglio Finanziario	1,5%	0,1%	0,6%	1,3%	0,5%	0,8%

Nel corso dell'anno le allocazioni tattiche hanno contribuito marginalmente per un +0,5%. In particolare hanno contribuito positivamente il sottopeso nelle *commodities*, il sovrappeso nell'azionario Europa, il sottopeso nel corporate USA e nell'High Yield.

Contributi negativi invece dal sottopeso nel Governativo Euro, dal sottopeso nel Private Equity e dal sottopeso nel Governativo ex-Euro.

Il maggior contributo in termine di selezione, sia assoluto che relativo, è pervenuto dai titoli strutturati e dai titoli di Stato, dalle polizze, dai fondi e dalle gestioni attive.

A livello complessivo del portafoglio in delega di gestione, sono stati effettuati investimenti per circa 2,7 miliardi di Euro. I conferimenti sono avvenuti nel corso dell'anno, come già anticipato, cercando di equilibrare le esposizioni ai diversi comparti della AAS.

In linea con il percorso avviato negli scorsi esercizi, è proseguita l'attività di razionalizzazione ed efficientamento delle attività di investimento nel solco dei principi volti 1) ad ampliare la gestione in delega presso selezionati operatori abilitati all'esercizio della Gestione di Portafoglio e 2) ad allineare i portafogli alla strategia di investimento deliberata dagli Organi.

Conferimenti al Portafoglio in delega di Gestione (milioni di Euro)			
Attività conferita	Gestori Attivi	Gestori Indicizzati	Totale
<i>Liquidità</i>	1.840	848	2.688
Titoli	-	39	39
Totale	1.840	887	2.727

In particolare nel 2016 si sono realizzate le seguenti principali attività:

- avvio delle gestioni attive globali obbligazionarie (1,4 mld) e azionarie (380 milioni) sulla base della procedura di selezione avviata alla fine dello scorso anno come anticipato;
- avvio delle gestioni semipassive nel comparto *commodity* per 170 milioni (in parte finanziate con la liquidazione degli ETF preesistenti);
- ulteriore incremento delle gestioni indicizzate per circa 890 milioni;
- vendita di titoli strutturati per circa 320 milioni.

Gli interventi del 2015 hanno permesso di completare la struttura portante del portafoglio tra investimenti a ed efficienza di costo, con i gestori indicizzati, ed investimenti ad efficienza di ricavo, con i gestori attivi.

Il portafoglio con i gestori attivi, che continueranno a crescere anche nel 2016, dovrebbe consegnare una maggiore capacità di reazione alle condizioni avverse dei mercati finanziari.

Per quanto riguarda le procedure di investimento, con l'insediamento del nuovo Investment Advisor, è stato esaminato e portata avanti la procedura di selezione di uno/due gestori per il programma di *private equity* che dovrebbe concludersi nel 2016.