



# ANALISI DI ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT

VERIFICA E FINE-TUNING DELL'ASSET ALLOCATION  
STRATEGICA - triennio 2023-2025

Bologna, 20 ottobre 2023

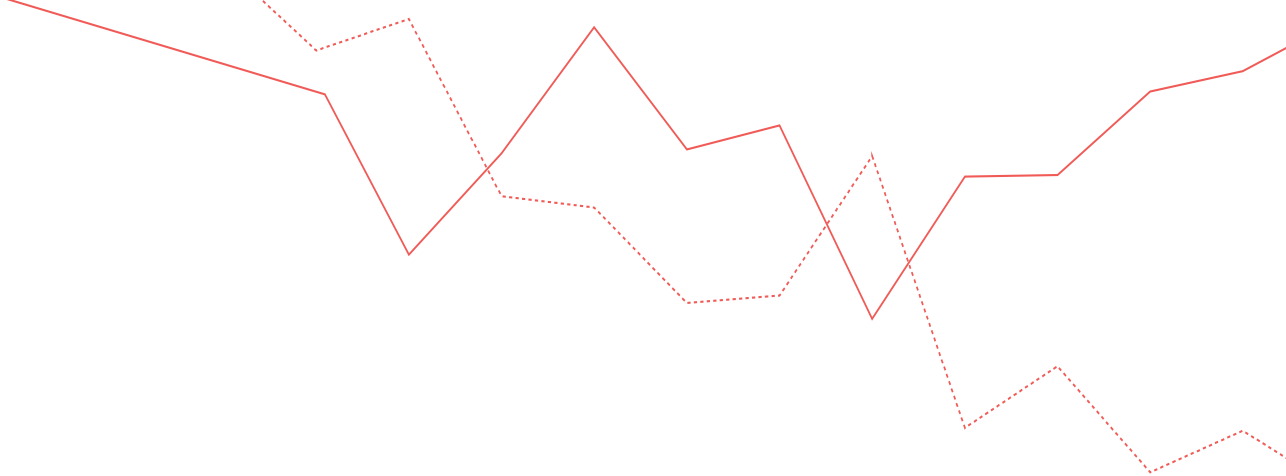


# Premessa

## Contenuti e obiettivi

---

- Nel presente documento riportiamo una sintesi delle principali evidenze delle analisi di supporto alla strategia di investimento svolte da Prometeia Advisor Sim per la Cassa, in particolare:
  - ✓ **analisi dell'attuale asset allocation** e verifica e fine tuning **dell'allocazione strategica della Cassa di lungo periodo** in funzione degli obiettivi e del profilo di rischio di CNPR;
  - ✓ esemplificazione della **convergenza verso l'asset allocation strategica** tenuto conto dell'asset allocation triennale approvata lo scorso anno e attualmente in vigore (2023-2025), anche in considerazione dell'attuale contesto di mercato e dell'aggiornamento del piano immobiliare della Cassa
  
- Le **ipotesi** utilizzate, in accordo con la Cassa, fanno riferimento al **Bilancio Tecnico approvato nel 2021** con la popolazione aggiornata a dicembre 2020. Ciò in quanto le analisi delle grandezze del BT approvato nel 2022 non evidenziano variazioni significative rispetto al precedente: verificando congiuntamente contributi e prestazioni emerge come questi nel breve e medio termine si compensino, confermando quindi quanto stimato l'anno precedente. I dati del **patrimonio** complessivo sono considerati a **valori di mercato al 30 giugno 2023** e tengono conto delle operazioni effettuate successivamente a tale data
  
- Coerentemente con quanto fatto gli scorsi anni, le **analisi sono state svolte ipotizzando di rivalutare** nel tempo i contributi versati dagli iscritti alla **media quinquennale del PIL**

- 
- **Verifica dell'attuale Asset Allocation**
  - **Scenario macroeconomico e finanziario**
  - **Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica**
  - **Conclusioni e prossimi passi**
  - **Appendice**

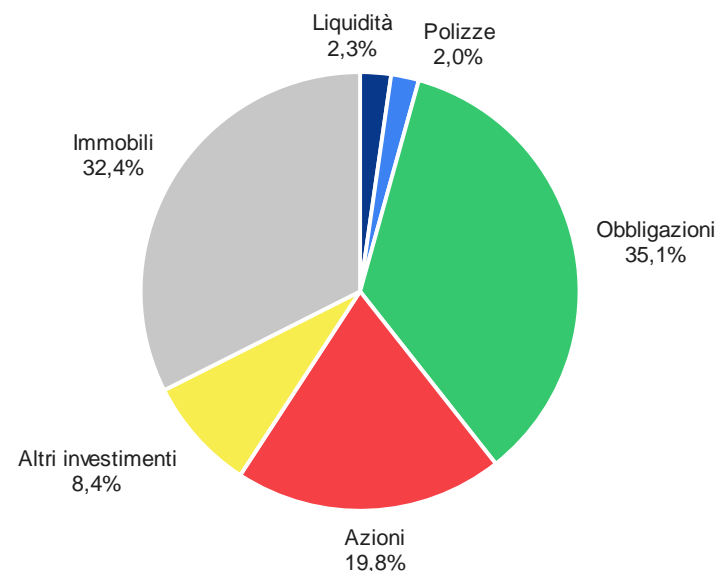
- 
- **Verifica dell'attuale Asset Allocation**
  - Scenario macroeconomico e finanziario
  - Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica
  - Conclusioni e prossimi passi
  - Appendice

# Asset Allocation Attuale

Il patrimonio dell'Ente al 30/06/2023° (valori di mercato)

	Valore di mercato (mln €)	Peso %
<b>PORTAFOGLIO MOBILIARE</b>	<b>1.588,5</b>	<b>67,6%</b>
Liquidità	53,4	2,3%
Polizze	48,1	2,0%
Obbligazioni in gestione diretta	117,5	5,0%
Governative	117,5	5,0%
Fondi aperti/ETF	135,6	5,8%
Obbligazionari	78,6	3,3%
Azionari	57,0	2,4%
Gestioni patrimoniali	1.013,3	43,1%
Obbligazionarie	628,3	26,7%
Azionarie	385,1	16,4%
Azioni in gestione diretta	23,8	1,0%
Partecipazioni	55,1	2,3%
Alternativi liquidi	38,6	1,6%
FIA Loans	38,6	1,6%
Alternativi illiquidi	103,0	4,4%
Private equity	31,9	1,4%
Private debt	21,8	1,2%
Infrastrutture	47,7	1,2%
Altri fondi chiusi	1,5	0,1%
<b>PORTAFOGLIO IMMOBILIARE</b>	<b>762,6</b>	<b>32,4%</b>
Fondi immobiliari non dedicati	374,5	15,9%
Fondi immobiliari dedicati	241,0	10,2%
Immobili in gestione diretta	147,1	6,3%
<b>Patrimonio investito</b>	<b>2.351,1</b>	<b>100,0%</b>
Crediti	428,5	
<b>Portafoglio complessivo</b>	<b>2.779,6</b>	

Scomposizione del patrimonio per classe di attivo



° NOTE

- La liquidità corrisponde alla liquidità investibile al 30 giugno 2023 comunicata dalla Cassa (98,5 €mln) nettata delle operazioni avvenute successivamente al 30 giugno 2023: acquisto FIA loans, BTP inflation-linked e a tasso fisso, fondo UCITS corporate, e operazioni di richiamo e rimborso sui FIA
- Tra le partecipazioni è ricompresa anche la quota investita nella SIQ Next RE
- Le classi di attivo 'Obbligazioni' e 'Azioni' comprendono la rispettiva quota (62% per l'obbligazionario, 38% per l'azionario) nel benchmark strategico delle gestioni patrimoniali bilanciate; il controvalore delle obbligazioni detenute in via diretta è espresso al corso tel-quel
- La classe di attivo 'Altri investimenti' comprende i fondi di private equity, i fondi infrastrutturali, le partecipazioni, Adenium Sicav, il bond KR (classificato come private debt) e i FIA aperti
- La classe di attivo 'Immobili' comprende sia gli immobili in gestione diretta che i fondi immobiliari dedicati e non (i fondi sono valorizzati sommando eventuali richiami e sottraendo eventuali rimborsi all'ultimo NAV disponibile)
- Il patrimonio complessivo dell'Ente ai fini ALM è calcolato sommando il valore della sede ed i crediti verso iscritti al netto del fondo svalutazione

# Asset Allocation Attuale

## Riclassificazione e ipotesi di analisi

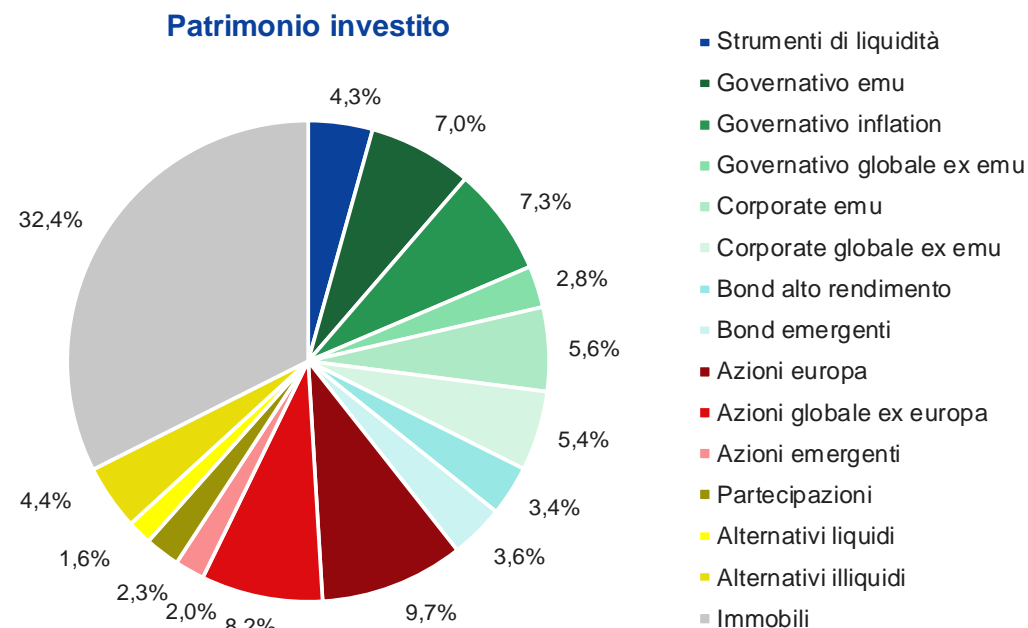
- Il patrimonio della Cassa è stato riclassificato in indici di mercato al fine di poter individuare i fattori di rischio e stimare la redditività attesa
- Il valore della liquidità al 30/06/2023 era pari a ca. 98,5 €mln, ovvero l'ammontare complessivo investibile comunicato dall'Ente per il secondo semestre 2023, corretto ai fini delle elaborazioni tenendo conto delle operazioni avvenute successivamente a tale data, per un controvalore pari a 53,4 €mln ca. Il valore dei crediti netti è utilizzato per il calcolo del livello di capitalizzazione della Cassa; per l'analisi di medio-lungo termine, coerentemente con le precedenti analisi ALM, si è ipotizzato di considerare tale importo disponibile e di ripartirlo pro quota nelle diverse classi di attivo
- **Ulteriori ipotesi di simulazione riguardano:**
  - **Polizze:** la redditività lorda è stata posta pari al 2%
  - **Alternativi illiquidi:** per quanto concerne i richiami e rimborsi, sono stati utilizzati i piani prospettici comunicati dalla Cassa, elaborati tenendo conto delle comunicazioni ricevute dai gestori in relazione ai rispettivi business plan aggiornati, in mancanza dei quali il rimborso equity del controvalore attuale di ogni fondo, incrementato dei richiami da ricevere, è stato frazionato e considerato quota parte in coincidenza degli ultimi anni di vita del fondo
  - **Fondi immobiliari non dedicati:** la redditività, in accordo con la Cassa, è stata posta pari all'**IRR annualizzato medio realizzato sino alla data di analisi dei diversi strumenti** e in simulazione si è tenuto conto degli strumenti in scadenza nei prossimi anni; si è confermata l'ipotesi che non verranno effettuati nuovi investimenti in tale classe nei prossimi 10 anni
  - **Immobili diretti e fondo immobiliare Scoiattolo:** su indicazione della Cassa la redditività è stata stimata come indicato nelle slide successive; si è tenuto conto del piano di dismissione del fondo immobiliari Scoiattolo e Torre RE Fund IV e del piano di acquisti e dismissioni degli immobili diretti comunicato dall'Ente
- **Si precisa che l'equilibrio finanziario della Cassa e i rendimenti obiettivo sono stati stimati a partire dalle evidenze del Bilancio Tecnico approvato nel 2021** (si veda quanto indicato in premessa a pag. 2)

# Asset Allocation Attuale

Il patrimonio dell'Ente per classi di attivo al 30/06/2023

	Valore di mercato (mln €)	Peso %
<b>PATRIMONIO MOBILIARE</b>	<b>1.588,5</b>	<b>67,6%</b>
Strumenti di liquidità*	101,6	4,3%
Governativo emu	164,3	7,0%
Governativo inflation	171,0	7,3%
Governativo globale ex emu	65,9	2,8%
Corporate emu	132,6	5,6%
Corporate globale ex emu	125,9	5,4%
Bond alto rendimento	79,4	3,4%
Bond emergenti	85,2	3,6%
Azioni europa	227,2	9,7%
Azioni globale ex europa	191,8	8,2%
Azioni emergenti	46,9	2,0%
Partecipazioni	55,1	2,3%
Alternativi liquidi	38,6	1,6%
Alternativi illiquidi	103,0	4,4%
<b>PORTAFOGLIO IMMOBILIARE</b>	<b>762,6</b>	<b>32,4%</b>
Fondi immobiliari non dedicati	374,5	15,9%
Immobili e fondi immobiliari dedicati	388,1	16,5%
<b>Patrimonio investito</b>	<b>2.351,1</b>	<b>100,0%</b>
Crediti	428,5	
<b>Portafoglio complessivo</b>	<b>2.779,6</b>	

\* Liquidità investibile e polizze



- L'asset class «**partecipazioni**» comprende le partecipazioni non quotate, incluse Banca d'Italia e la SIIQ Next RE
- L'asset class «**alternativi illiquidi**» comprende i fondi di private equity, infrastrutturali, Adenium Sicav e la nota KR-2
- L'asset class «**immobili**» comprende anche la sede
- **I crediti verso iscritti** sono valorizzati al netto del fondo svalutazione (fonte bilancio consuntivo 2022)

# Dinamica attesa di contributi e prestazioni

Funding Ratio attuale

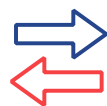


**Popolazione  
aperta**



**Popolazione  
chiusa**

**Funding Ratio**



**Non  
applicabile**

**91,2%**

**Saldo previdenziale  
negativo**



**Dal 2033**

**Dal 2033**

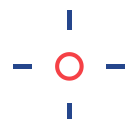
**Saldo previdenziale atteso  
prossimi 3 anni**



**188,1 mln €**

**181,5 mln €**

**Rendimento target per  
equilibrio di lungo periodo**



**Infl + 1,8%**

**Infl + 3,1%**

## **Ipotesi:**

Tasso di inflazione	mercato
Patrimonio di partenza	valore al 30/06/23
Crescita contributi	bilancio tecnico (infl. mercato)
Crescita spese	infl. mercato
Evoluzione iscritti	bilancio tecnico



# La sostenibilità finanziaria dell'Ente

## Funding Ratio attuale

- La tabella mostra i **primi due indicatori di salute odierna** della Cassa rappresentati dal **surplus/deficit e dal funding ratio** (calcolati considerando il valore di mercato del patrimonio alla data di analisi, il valore attuale atteso dei contributi e delle prestazioni degli attuali iscritti a CNPR)
- Per la determinazione del funding ratio, in coerenza con quanto fatto nell'ultima analisi ALM, **è stato calcolato il valore attuale sia delle prestazioni sia dei contributi attesi degli attuali iscritti**

- Alla data di analisi, **il funding ratio risulta** in leggero miglioramento rispetto allo scorso anno ma **inferiore al 100%** ad indicare che, **con le ipotesi utilizzate** (e cioè di chiudere la popolazione alla data di analisi) **e con l'attuale livello dei tassi di interesse, la sostenibilità finanziaria non sarebbe assicurata** (l'analisi va ovviamente integrata con l'evoluzione prospettica del FR)
- Si ricorda che non sono stati considerati i costi di gestione e le prestazioni assistenziali in quanto tale misura è utilizzata unicamente per verificare la sostenibilità della componente previdenziale dell'Ente

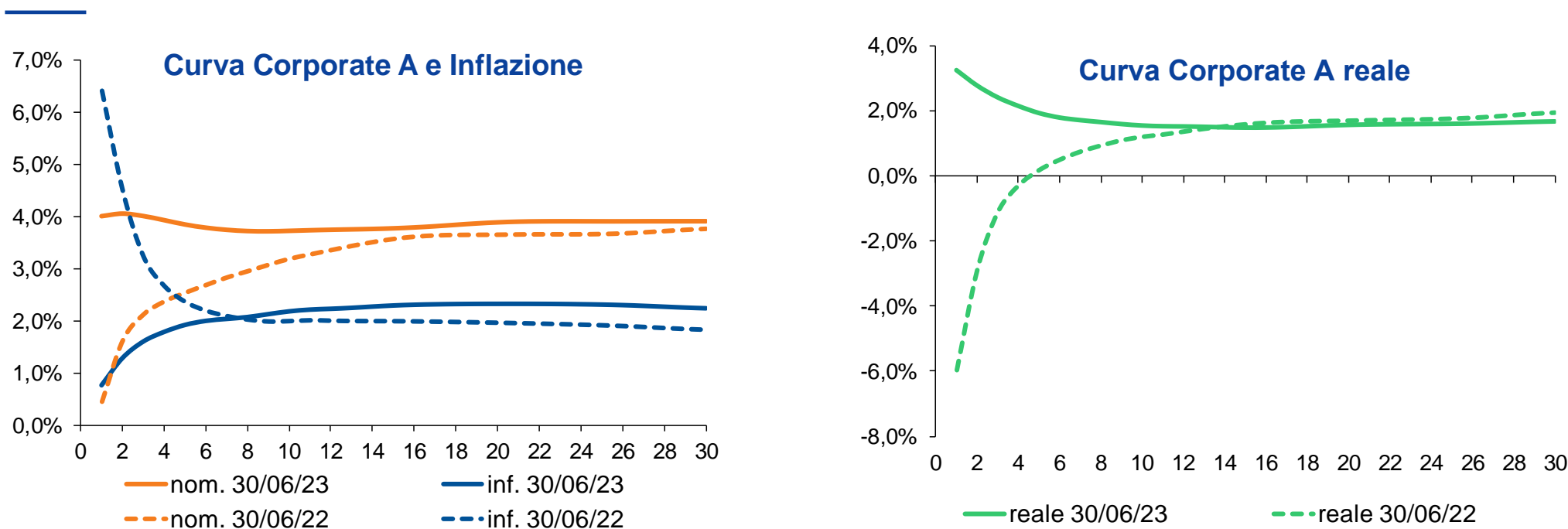
Sostenibilità dell'Ente	
Pv passività (mln €)	9.348,0
Pv contributi (mln €)	5.744,1
Patrimonio* (mln €)	2.779,5
<b>Deficit (mln €)</b>	<b>-824,4</b>
<b>Funding Ratio</b>	<b>91,2%</b>

\* comprende i crediti verso iscritti

**+1,6%**  
**vs ALM 2022**

# Prestazioni attualizzate

## Le curve di sconto

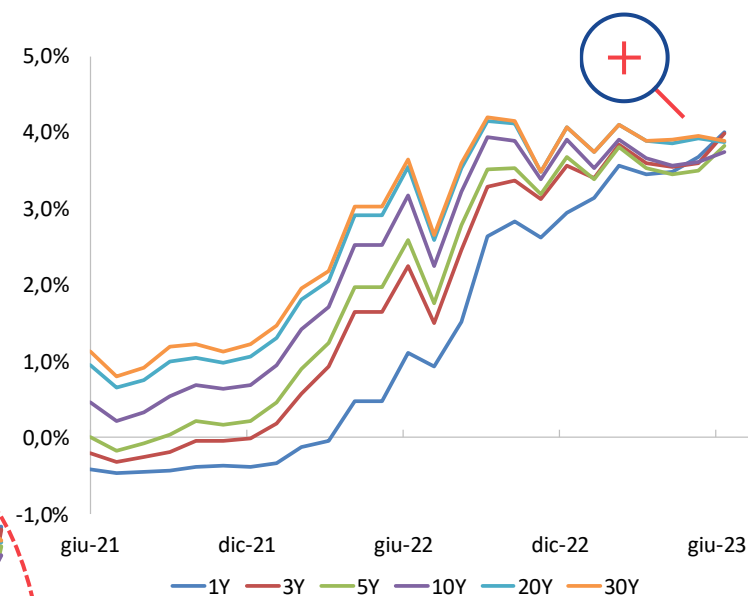
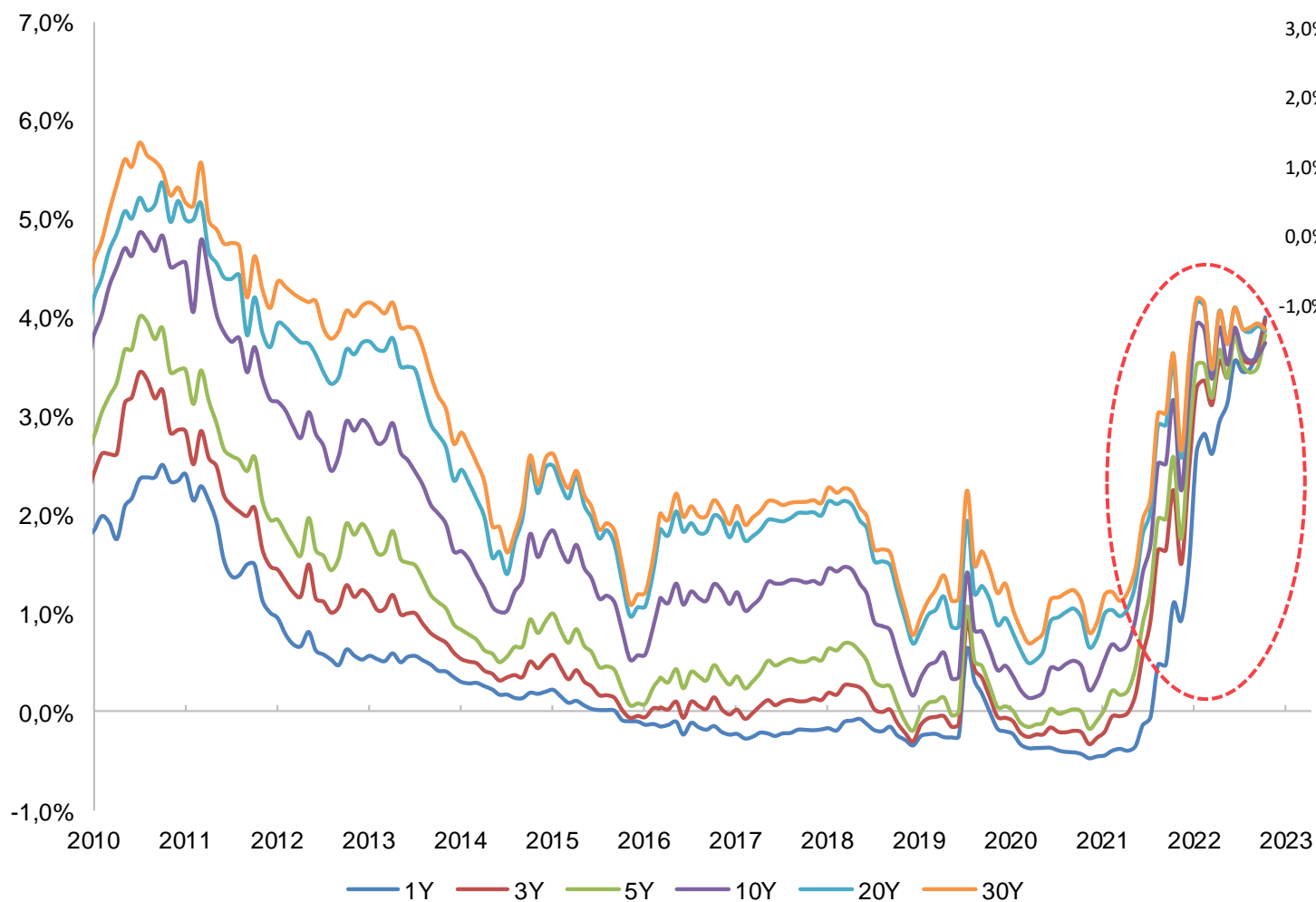


- L'andamento della **curva di sconto nominale** (Euro Corporate A) **segna, a giugno 2023, livelli superiori rispetto allo scorso anno nel breve periodo, nel lungo, invece, le differenze sono più contenute**
- La **curva di inflazione italiana**, invece, **ha registrato nell'ultimo anno un ritorno verso livelli più contenuti** (in particolare nei primi anni)
- Tali risultanze nella dinamica delle curve di riferimento nel tempo (Euro Corporate A e inflazione italiana) portano ad **un aumento dei tassi reali impliciti nel breve periodo e una sostanziali stabilità per quelli a medio/lungo periodo**

# Prestazioni attualizzate

Focus: evoluzione storica della curva Euro Corporate A

## Curve Corporate A



**A partire da fine 2021 la curva Euro Corporate A, a seguito del mutato contesto economico, ha registrato un progressivo rialzo, proseguito anche negli ultimi 12 mesi, che l'ha portata su livelli che non si vedevano dal 2013**

# La sostenibilità finanziaria dell'Ente

## Definizione del target di rendimento

- La tabella mostra il **contributo richiesto alla gestione del patrimonio** (ipotizzando di rivalutare i contributi alla media quinquennale del PIL) in termini di target di rendimento netto nominale e reale **per consentire di pagare tutti i flussi previdenziali attesi**
- L'esercizio a **popolazione chiusa** evidenzia che il **target netto richiesto al patrimonio** per consentire il pagamento di tutte le prestazioni previdenziali attese agli attuali iscritti alla Cassa è **di inflazione + 3,1%, equivalenti in termini nominali ad un rendimento del 5,2% circa**
- **Si precisa che il target di rendimento è stimato sul patrimonio complessivo**
- Al fine di stimare il target di rendimento del patrimonio mobiliare è però necessario verificare l'**impatto della componente immobiliare** (esposizione e redditività)

Target di rendimento (popolazione chiusa)	
Rend. reale netto*	3,1%
Rend. nominale netto*	5,2%

\* al netto della fiscalità vigente

# Componente immobiliare

## Redditività attesa immobili diretti

Flussi	A	B	A-B	C	D=(A-B-C)* (1-IRES)	E
	Canoni lordi	Spese straordinarie	Canoni netti ex tasse	IMU	Canoni netti	Valore di mercato
Residenziale	0	37.734	-37.734	4.594	-32.170	773.500
Non residenziale	5.775.386	646.484	5.128.903	1.186.376	2.996.320	146.363.000
<b>Totale</b>	<b>5.775.386</b>	<b>684.218</b>	<b>5.091.168</b>	<b>1.190.970</b>	<b>2.964.151</b>	<b>147.136.500</b>

→ **Il rendimento degli immobili** in gestione diretta è stimato partendo dai canoni e dalle spese straordinarie fornite dalla Cassa; la **redditività lorda media** che si ottiene risulta in lieve crescita al **3,5%**

→ **La Cassa ha scelto**, prudenzialmente, di **ipotizzare nulla la rivalutazione** degli immobili **nel lungo periodo** in quanto dovranno essere eseguiti investimenti di riqualificazione anche significativi che compenseranno l'incremento di valore atteso; **la redditività netta complessiva risulta quindi in crescita rispetto all'analisi precedente e pari al 2,0% ca.**

### Rendimento da canoni

	F=(A-B)/E	G=D/E
	Redd. lorda canoni (mercato)	Redd. netta canoni (mercato)
Residenziale	-4,9%	-4,2%
Non residenziale	3,5%	2,0%
<b>Totale</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,0%</b>

### Rendimento stimato

	H	I=F+H	G+H*(1-IRES)
	Rivalutazione di lungo periodo	Redd. stimata lorda	Redd. stimata netta
Residenziale	0,0%	-4,9%	-4,2%
Non residenziale	0,0%	3,5%	2,0%
<b>Totale</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,0%</b>

# Componente immobiliare

## Redditività complessiva

### Redditività dei fondi immobiliari Scoiattolo e Torre RE Fund IV: IRR comunicati dal gestore

#### Rendimento Scoiattolo e Torre RE Fund IV

	Valore di mercato	IRR indicato dal gestore	Redd. stimata lorda
Fondo Scoiattolo	240.982.307	-3,9%	-3,9%
Torre RE Fund IV	104.290.357	4,7%	4,7%

Il valore di mercato del fondo Torre RE Fund IV fa riferimento al controvalore di rilascio delle partecipazioni alla Cassa in corrispondenza della scadenza del fondo Scoiattolo, il 31/12/2027, come da business plan comunicato dal gestore

#### Rendimento immobiliare

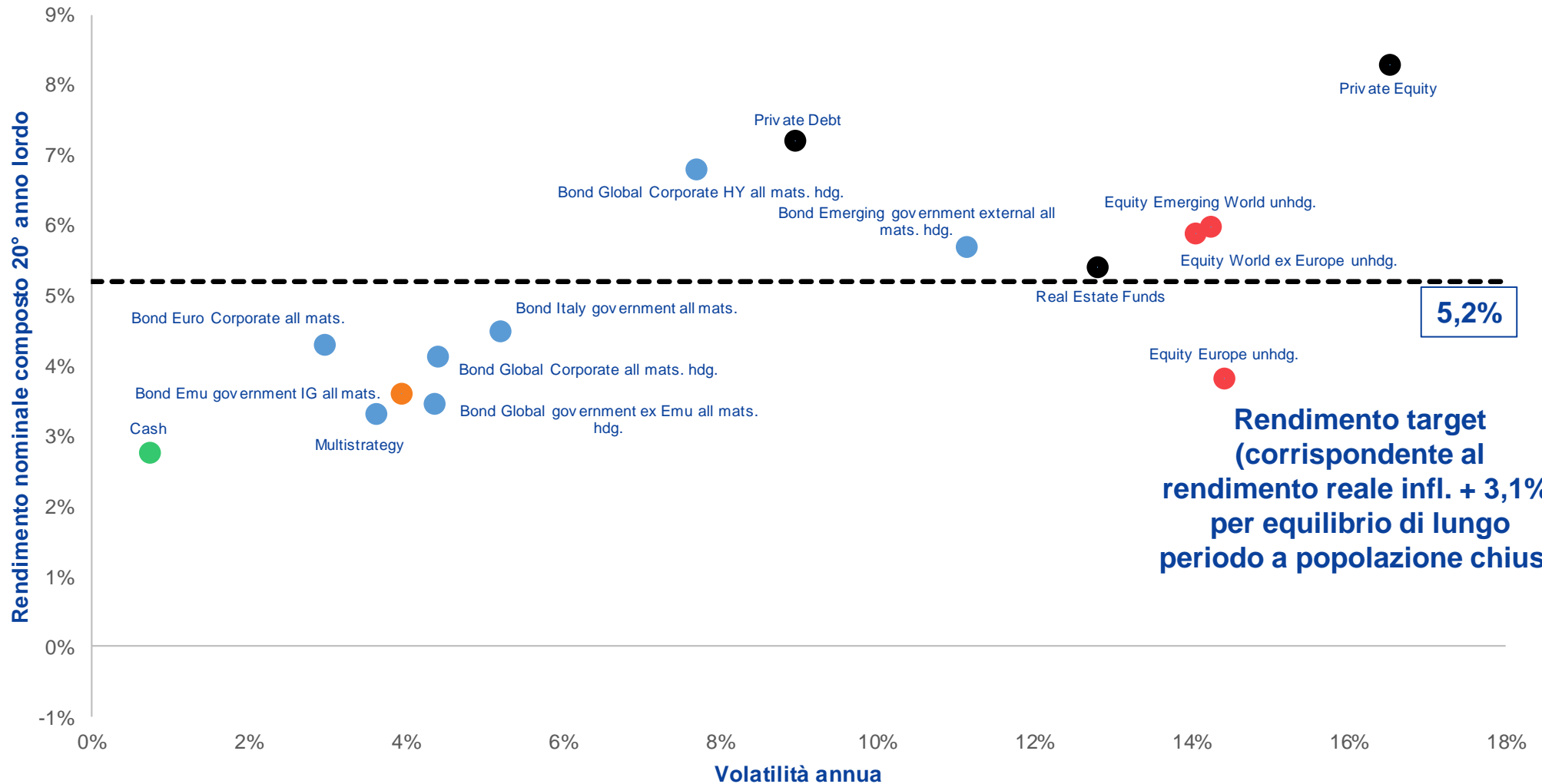
	Valore di mercato	Redd. stimata lorda
Residenziale	241.755.807	-3,9%
Non residenziale	146.363.000	2,0%
<b>Tot. immobili diretti e f. imm. dedicati</b>	<b>388.118.807</b>	<b>-1,7%</b>
F. imm. non dedicati	374.500.556	5,0%
<b>Tot. immobiliare</b>	<b>762.619.363</b>	<b>1,6%</b>

La redditività indicata in tabella fa riferimento al rendimento corrente della componente immobiliare; in sede di simulazione si è tenuto conto anche del rendimento prospettico del fondo Torre RE Fund IV indicato dal gestore

- In linea con le indicazioni ricevute dal gestore, la Cassa ha ipotizzato, sulla base dell'aggiornamento del business plan, un **rendimento a scadenza del fondo immobiliare Scoiattolo pari al -3,9% circa**. Il piano prevede il rilascio in capo a CNPR, al termine della vita del fondo, delle partecipazioni (pari a 104,3 €mln ca.) nel fondo **Torre RE Fund IV**, la cui scadenza è fissata al 31 dicembre 2034
- A seguito di ciò, **la redditività degli immobili diretti e dei fondi immobiliari dedicati è pari al -1,7% circa**, in peggioramento rispetto all'anno scorso per via dell'aggiornamento del business plan del fondo Scoiattolo
- **La redditività lorda dei fondi immobiliari non dedicati**, in accordo con la Cassa, è stata posta pari alla **media ponderata degli IRR annualizzati sin qui ottenuti dai fondi (5% circa)**
- **La redditività lorda complessiva (nominale) della componente immobiliare è pari all'1,6% circa**, in leggero calo rispetto allo scorso anno (ca. -0,3%)

# Componente mobiliare

Generatore di scenari - rendimenti e rischi attesi di lungo periodo



5,2%

**Rendimento target  
(corrispondente al  
rendimento reale infl. + 3,1%)  
per equilibrio di lungo  
periodo a popolazione chiusa**

Internal use only - all rights reserved

# Verifica dell'Asset Allocation attuale

Rendimenti e rischi attesi

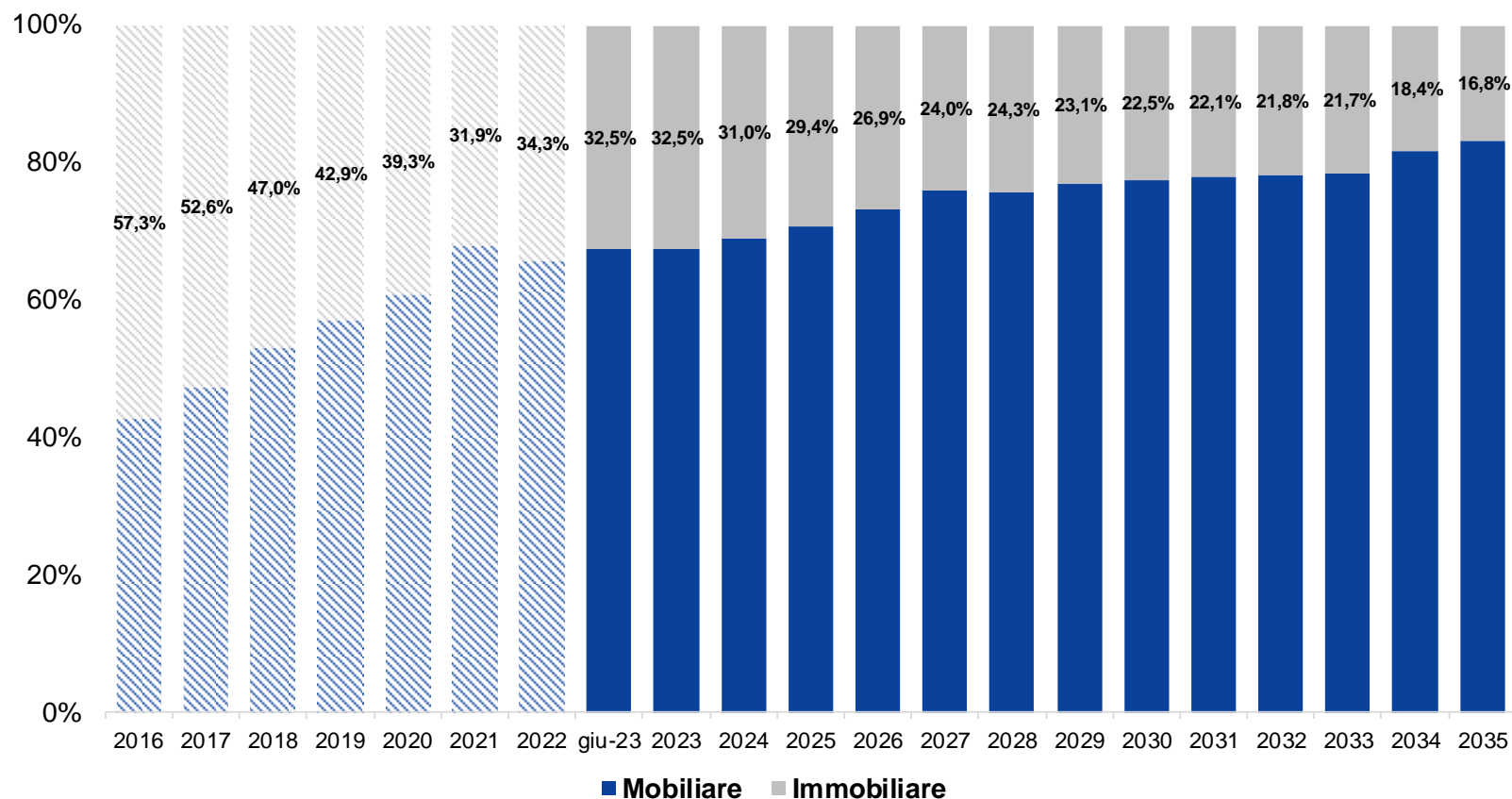
		AA Attuale		
		3 anni	10 anni	30 anni
rendimento patrimonio complessivo	rend. nom. composto annualizzato (netto)	3,5%	3,6%	3,7%
	rend. reale composto annualizzato (netto)	1,2%	1,4%	1,6%
	perdita massima annua (5° perc.)	-4,8%	-4,9%	-4,9%
	volatilità annua rendimenti nominali	5,8%	5,8%	5,6%
rendimento patrimonio mobiliare	rend. nom. composto annualizzato (netto)	4,5%	4,0%	3,8%
	rend. reale composto annualizzato (netto)	2,2%	1,9%	1,7%
	perdita massima annua (5° perc.)	-3,4%	-4,1%	-4,4%
	volatilità annua rendimenti nominali	5,7%	5,7%	5,8%

- L'asset allocation attuale del patrimonio complessivo evidenzia un rendimento nominale netto composto annualizzato di lungo termine pari al 3,7% con una volatilità media annua del 5,6% (in termini reali il rendimento netto annualizzato di lungo termine è pari all'1,6%)
- Analizzando il solo portafoglio mobiliare, il rendimento atteso risulta più elevato rispetto a quello complessivo; tale disallineamento si riduce nel lungo periodo grazie al piano di dismissione della componente immobiliare con redditività più contenuta
- Nel confronto con lo scorso anno, la redditività nominale attesa del portafoglio mobiliare di lungo periodo e quella reale risultano leggermente più contenute. Focalizzando l'attenzione sui rischi di coda (perdita massima annua), la perdita risulta in linea rispetto allo scorso anno, ad eccezione del breve periodo in cui è decisamente più contenuta



# Il patrimonio dell'Ente

## Evoluzione componente immobiliare e mobiliare dell'AA attuale



- Utilizzando il **piano di dismissione immobiliare** comunicato dalla Cassa e ipotizzando di **non effettuare ulteriori investimenti**, il **peso dell'immobiliare** nel suo complesso **si riduce progressivamente** sino a stabilizzarsi al 17% circa alla fine del periodo di analisi
- Si precisa che le elaborazioni sono effettuate utilizzando il **piano di dismissione degli investimenti immobiliari forniti dalla Cassa, allungando**, rispetto allo scorso anno, **l'orizzonte di analisi** alla luce della sua revisione

- 
- Verifica dell'attuale Asset Allocation
  - **Scenario macroeconomico e finanziario**
  - Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica
  - Conclusioni e prossimi passi
  - Appendice

# Scenario macroeconomico e finanziario

Cos'è successo sui mercati – settembre 2023

Asset Class	2022 yoy	Variaz. total return in val. loc. fino al 29-set-23		Volatilità (annualizz.)
		YtD	Da 31-ago-23	
liquidità (euribor 3m)	0.3%	2.4%	0.3%	0.1%
bond gov. Germania	-17.6%	-1.2%	-2.4%	6.0%
bond gov. Italia	-17.0%	1.4%	-3.3%	7.0%
bond gov. USA	-12.9%	-1.8%	-2.4%	4.5%
bond gov. Uk	-25.1%	-4.6%	-1.1%	9.9%
bond gov. Emergenti (u\$)	-17.5%	0.5%	-3.1%	5.2%
Inflation-Linked Gov. UEM	-9.2%	0.1%	-3.4%	6.2%
Inflation-Linked Gov. USA	-11.4%	-0.4%	-1.8%	4.8%
bond corporate IG UEM	-13.9%	2.3%	-0.9%	3.9%
bond corporate IG USA	-15.4%	0.4%	-2.5%	4.8%
bond corporate HY UEM	-11.5%	6.1%	0.3%	1.9%
bond corporate HY USA	-11.2%	6.0%	-1.2%	3.1%
equity UEM	-11.8%	11.0%	-3.2%	10.5%
equity Italia	-7.7%	23.8%	-1.6%	14.5%
equity Europa escl. UEM	-4.0%	6.8%	0.8%	8.7%
equity USA	-19.5%	13.5%	-4.7%	10.8%
equity Giappone	-4.1%	26.2%	0.5%	11.5%
equity Emergenti (u\$)	-19.7%	2.2%	-2.6%	11.4%
Brent (u\$)	8.8%	10.9%	9.7%	16.0%
Oro (u\$)	-0.4%	2.3%	-4.4%	9.2%
fx \$/€	6.6%	0.8%	2.5%	6.0%
fx £/€	-5.4%	2.3%	-1.3%	3.5%
fx ¥/€	-7.1%	-10.8%	0.0%	6.3%

→ A settembre c'è stata un'ulteriore riduzione dell'appetito al rischio sui mercati finanziari, con un calo degli indici sia obbligazionari che azionari, per il timore che l'andamento dell'inflazione possa far tenere i tassi di policy alti per un tempo più prolungato

→ **Economia reale:** l'aumento dei prezzi energetici, petrolio in particolare, sta influenzando sull'inflazione generale, tornata in rialzo negli USA; la «core» continua invece a scendere, anche se rimane su livelli elevati; nel Q2-23 c'è stata una buona tenuta della crescita USA e degli Emergenti, ma si confermano i segnali di debolezza in prospettiva

→ **Governativo:** prezzi in generale calo; conseguentemente, in rialzo i tassi decennali, guidati sia dalla componente reale che dalla ripresa dell'inflazione attesa: Treasury in aumento di quasi 50pb, poco sotto al 4.60%; Bund in rialzo di quasi 40pb, sopra il 2.80%, con lo spread BTP-Bund che ha ripreso ad allargarsi portandosi sopra i 190pb. Prezzi dei titoli inflation-linked in calo sia nell'UEM che negli USA

→ **Corporate:** prezzi in generale calo, tranne che per l'HY Euro; rischio di credito in ridimensionamento, in particolare per l'HY Euro

→ **Azionario:** quotazioni in calo in molti paesi, penalizzati dal rialzo dei tassi, in particolare negli USA e negli Emergenti; cali più marcati tra i ciclici, soprattutto il comparto tecnologico, mentre è aumentato l'indice energy

→ **Cambi:** euro più debole sul dollaro (poco sotto 1.06), a riflesso del maggior rialzo dei tassi reali USA; euro invariato sullo yen, in rafforzamento sulla sterlina

Fonte: Refinitiv, elaborazioni Prometeia; dati al 29/9/23

Nota: indici obbligazionari BofA/Merrill Lynch, all maturities; indici azionari Morgan Stanley; future a 1 mese per Brent; cambi WM/Reuters (i segni negativi indicano un apprezzamento dell'euro). In rosso/verde/arancione la volatilità se in rialzo/calo/stabile rispetto al dato dell'intero mese precedente

# Scenario macroeconomico e finanziario

Le previsioni per il prossimo anno

---

- **Variabili macroeconomiche:** la fase di rallentamento economico in atto, indotta dalle politiche monetarie fortemente restrittive degli ultimi trimestri, è meno significativa delle attese, in particolare negli USA dove la crescita si conferma sopra le stime; più marcato il rallentamento in UE. Crescita economica attesa ancora contenuta per l'anno prossimo; le prospettive di ripresa sono strettamente connesse all'efficacia del contenimento dell'inflazione e al miglioramento del clima di fiducia correlato a sua volta con la situazione geopolitica internazionale
- **Politiche monetarie:** la fase restrittiva sembra essere prossima alla sua fase finale, sia per la FED che per la BCE, con l'avvio di possibili interventi in chiave espansiva già nel corso del 2024. Le banche centrali mantengono comunque un atteggiamento cauto ovvero orientato ad ulteriori interventi restrittivi qualora l'inflazione non si consolidi su livelli prossimi ai target. In controtendenza la banca centrale cinese, data la crisi del settore immobiliare e il suo impatto sul settore finanziario e sull'economia
- **Rendimenti obbligazionari:** le attese in merito agli orientamenti di politica monetaria nei prossimi trimestri dovrebbero generare una stabilizzazione dei rendimenti del tratto a breve e a medio termine della curva e una possibile riduzione in caso di banche centrali più espansive, in un quadro di volatilità ancora relativamente elevata; la pendenza negativa delle curve dei rendimenti, che si ipotizza possa invertirsi a partire da metà del prossimo anno, potrebbe segnalare la possibilità di andamenti ancora incerti, in particolare, sul tratto a lungo termine, influenzato dalla progressiva stabilizzazione delle aspettative sugli interventi delle banche centrali oltre che dai dati sulla crescita economica

# Scenario macroeconomico e finanziario

Le previsioni per il prossimo anno

---

- **Spread di credito:** il mix di tassi più alti e rallentamento economico sta generando – come da attese - un incremento dei fallimenti aziendali, senza però che tale fenomeno si concretizzi in un allargamento significativo dei credit spread; l'evoluzione degli spread sarà strettamente connessa alle previsioni sullo scenario economico e alla stabilizzazione delle aspettative sui tassi che potrà influenzare le valutazioni sulla sostenibilità degli oneri finanziari; attesa comunque una relativa volatilità sugli andamenti del mercato corporate anche per il prossimo anno
- **Mercati azionari:** resta elevata, seppur inferiore ad alcuni mesi fa, la possibilità che aspettative recessive portino a una revisione al ribasso dei flussi di cassa attesi riflettendosi, di conseguenza, in possibili fasi di correzione dei mercati azionari; il riprezzamento del rischio, tassi a lunga più stabili e la possibilità di utili meno deboli potrebbero favorire la prosecuzione del percorso di progressiva ripresa delle quotazioni azionarie, i cui andamenti però saranno maggiormente correlati agli indicatori fondamentali in un quadro di generale mantenimento di volatilità più elevate rispetto alle medie storiche

# I fattori di rischio

Ottobre 2023

- **Maggiore rallentamento dell'economia cinese, con effetti spillover negativi sull'economia globale:**
  - **possibili effetti contagio dal settore immobiliare al settore bancario ombra;**
  - **possibile insufficienza delle misure di stimolo fiscale e monetario da parte delle autorità;** investitori e analisti sono scoraggiati anche dalla **bassa trasparenza dei dati economici ufficiali** (disoccupazione giovanile non più pubblicata; prezzi degli immobili poco rappresentativi perché non basati su transazioni effettive).
- **Rischi per il settore bancario globale** (credit crunch, effetti spillover dal settore immobiliare)
- **Una bolla «tech»?** Rischi per l'azionario in caso di ulteriori ribassi nel settore tecnologico
- **Possibili sorprese di politica monetaria:**
  - **I mercati si attendono una fine prossima dei rialzi**, ma eventuali nuove pressioni inflattive (es. rialzi dei prezzi di cibo ed energia) o una maggiore resilienza dell'economia potrebbero allontanare la fine della stretta in USA e UEM
    - **Prezzo del petrolio più alto e in possibile ulteriore crescita nel Q4** per la contrazione dell'offerta
  - **Possibili rialzi più marcati dei tassi a lunga nei prossimi mesi** (per revisione crescita economica, pressioni sul debito USA, effetti BoJ, tensioni di liquidità sui Treasury)
    - L'aumento del **gap tra ammontare di Treasury sul mercato e capacità di assorbimento da parte dei market-participant** facilita l'amplificazione di tensioni di liquidità, controllabili solo con intervento della Fed (come a marzo 2020)
- **Possibili tensioni sul debito pubblico italiano** (legge di bilancio, attuazione PNRR) **e sul sistema bancario italiano** (in caso di emendamenti meno favorevoli alle banche sulla tassa sugli extra profitti)
- **Le tensioni geopolitiche** potrebbero portare a **maggiore volatilità sui mercati finanziari**

- 
- Verifica dell'attuale Asset Allocation
  - Scenario macroeconomico e finanziario
  - **Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica**
  - Conclusioni e prossimi passi
  - Appendice

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

## Premessa

---

- In questa sezione del documento viene effettuata **una verifica dell'allocazione strategica** deliberata dalla Cassa nel corso del 2022, ovvero viene analizzato il profilo rischio/rendimento tenendo in considerazione l'**attuale contesto di mercato** con l'obiettivo di **ridurre i rischi di mercato** a cui è esposto il patrimonio, **senza ridurre eccessivamente la redditività attesa**
- **Si ricorda che l'ottimizzazione dell'asset allocation strategica** è stata effettuata utilizzando un algoritmo di simulazione, disegnato sulle caratteristiche proprie della Cassa, che permette di analizzare l'evoluzione integrata di attivo e passivo su un orizzonte temporale di analisi di lungo termine, sul quale effettuare le misure di valore e rischio
- Dato che il processo di dismissione della componente immobiliare del portafoglio è già definito, coerentemente con quanto fatto gli scorsi anni ed aggiornato in base alle evidenze più recenti, **l'oggetto di ottimizzazione è stata la sola componente mobiliare, ipotizzando che i proventi derivanti dalla progressiva riduzione degli immobili e dei fondi immobiliari confluiranno pro quota nell'asset allocation strategica mobiliare**
- Nelle pagine seguenti sono riportati i vincoli minimi e massimi utilizzati in fase di ottimizzazione
- Si ricorda che sia nell'attuale allocazione che in quella ottimizzata **si è tenuto conto dei tiraggi previsti da parte dei fondi chiusi già sottoscritti**



# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

## Vincoli sulle diverse classi di attivo della componente mobiliare

portafoglio complessivo	allocazione		note
	min	max	
liquidità e strumenti monetari <sup>1</sup>	2,5%	20,0%	
obbligazioni governative emu	0,0%	50,0%	
obbligazioni governative inflation	0,0%	100,0%	non si pone alcun vincolo alla classe in quanto è un investimento fortemente correlato con le passività
obbligazioni governative globale ex emu	0,0%	30,0%	l'utilizzo di investimenti globali diversificati permette di contenere i rischi del portafoglio mobiliare
obbligazioni corporate globali	0,0%	25,0%	
obbligazioni alto rendimento	0,0%	15,0%	le obbligazioni corporate alto rendimento e paesi emergenti costituiscono un investimento utile alla diversificazione con un elevato rendimento atteso pur presentando un rischio di credito più elevato
obbligazioni emergenti	0,0%		
azioni europa	0,0%	40,0%	l'investimento azionario è necessario a migliorare il rendimento atteso del patrimonio anche in considerazione dell'orizzonte temporale della Cassa, per ridurre il rischio deve comunque essere effettuato diversificando su diversi paesi/settori/stili/strategie
azioni globale ex europa	0,0%		
azioni emergenti	0,0%	5,0%	una residuale esposizione azionaria nei paesi emergenti può aumentare la redditività del portafoglio pur presentando rischi relativi a possibili perdite di valore nei prezzi
partecipazioni	0,0%	5,0%	la classe prevede investimenti strategici in società con l'obiettivo di mantenerli nel lungo periodo
investimenti alternativi	0,0%	15,0%	l'investimento in strumenti liquidi (absolute return, long/short...) ed in strumenti illiquidi (private equity...) è finalizzato a migliorare la redditività e a decorrelare il portafoglio

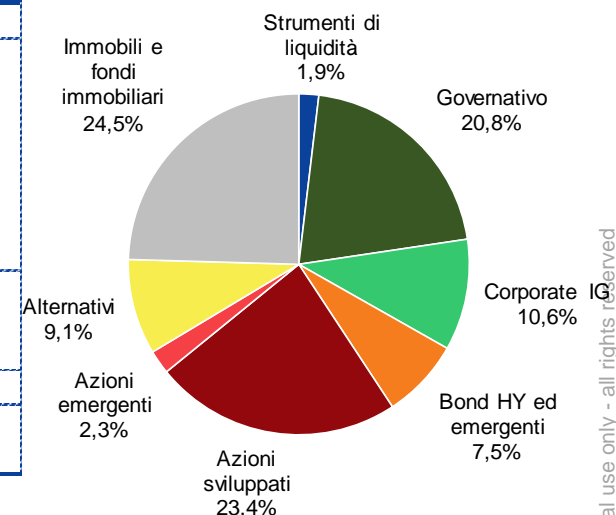
<sup>1</sup> Liquidità e polizze

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

## L'Asset Allocation Strategica mobiliare

		AA Attuale		AAS 2023 <sup>o</sup>		AAS 2024 <sup>o</sup>		Δ % vs AA Attuale	
<b>Liquidità</b>	Strumenti di Liquidità*	6,4%	6,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	-3,9%	-3,9%
	Governativo Emu	10,3%		10,0%		11,5%		1,2%	
	Governativo Inflation	10,8%		11,0%		11,0%		0,2%	
	Governativo Globale ex-Emu	4,1%		4,0%		5,0%		0,9%	
<b>Obbligazionario</b>	Corporate Euro	8,4%	51,9%	8,5%	51,5%	7,0%	51,5%	-1,4%	-0,4%
	Corporate Globale ex-Euro	7,9%		8,0%		7,0%		-0,9%	
	Bond Alto Rendimento	5,0%		4,5%		5,5%		0,5%	
	Bond Emergenti	5,4%		5,5%		4,5%		-0,9%	
<b>Azionario</b>	Azionario Europa	14,3%		15,0%		12,0%		-2,3%	
	Azionario Globale ex-Europa	12,1%	29,3%	12,0%	30,0%	15,0%	30,0%	2,9%	0,7%
	Azionario Emergente	3,0%		3,0%		3,0%		0,0%	
<b>Partecipazioni</b>	Partecipazioni**	3,5%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,5%	0,5%
<b>Alternativi</b>	Alternativi Liquidi	2,4%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	-0,4%	-0,4%
	Alternativi Illiquidi***	6,5%	6,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,5%	3,5%
		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>		

## AAS complessiva



\* Liquidità investibile e polizze

\*\* Comprende le partecipazioni non quotate, incluse Banca d'Italia e la SIIQ Next RE

\*\*\* Comprende i fondi di private equity, infrastrutturali, Adenium Sicav e la nota KR-2

<sup>o</sup> La AAS 2023 rappresenta l'allocazione strategica entrata in vigore a partire dal 1/1/2023. La AAS 2024 rappresenta l'allocazione strategica proposta a partire dal 2024

Nota: il valore degli immobili è quello fornito dalla Cassa alla data di analisi, nel processo di simulazione dei rendimenti si terrà conto del piano di dismissione come descritto in precedenza

→ Dato l'attuale contesto di mercato si suggeriscono alcune marginali variazioni dell'Attuale AAS. In particolare, l'allocazione strategica proposta (AAS 2024) evidenzia l'opportunità di:

- **ribilanciare la composizione del portafoglio obbligazionario** riducendo l'esposizione nel societario IG a favore del bond governativo e l'investimento nei mercati emergenti a favore del bond societario HY
- **ridurre l'esposizione nell'azionario europeo a favore di un'allocazione più diversificata a livello globale**

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

## Rendimenti e rischi attesi

		3 anni			10 anni			30 anni		
		AA Attuale	AAS 2023	AAS 2024	AA Attuale	AAS 2023	AAS 2024	AA Attuale	AAS 2023	AAS 2024
rendimento patrimonio complessivo	rend. nom. composto annualizzato (netto)	3,5%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%
	rend. reale composto annualizzato (netto)	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
	perdita massima annua (5° perc.)	-4,8%	-5,0%	-4,9%	-4,9%	-5,1%	-5,0%	-4,9%	-5,1%	-5,0%
	volatilità annua rendimenti nominali	5,8%	5,9%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,6%	5,8%	5,8%
rendimento patrimonio mobiliare	rend. nom. composto annualizzato (netto)	4,5%	4,7%	4,7%	4,0%	4,1%	4,2%	3,8%	3,9%	4,0%
	rend. reale composto annualizzato (netto)	2,2%	2,4%	2,5%	1,9%	2,0%	2,1%	1,7%	1,8%	1,9%
	perdita massima annua (5° perc.)	-3,4%	-3,5%	-3,2%	-4,1%	-4,3%	-4,0%	-4,4%	-4,6%	-4,3%
	volatilità annua rendimenti nominali	5,7%	5,9%	5,8%	5,7%	5,9%	5,8%	5,8%	5,9%	5,8%
Indicatori di funding	indicatore di equilibrio attivo passivo	105,5%	105,6%	105,7%	94,2%	94,4%	94,7%	64,1%	66,7%	68,8%

- **L'AAS 2024** consente di **incrementare leggermente il rendimento nominale netto atteso di breve e medio periodo**; nel lungo periodo, invece, il rendimento è sostanzialmente in linea con quello ottenibile con l'attuale AAS
- **L'allocazione proposta consente, inoltre, di ridurre leggermente i rischi attesi** analizzando sia la volatilità di portafoglio sia la perdita negli scenari avversi (5° percentile)
- Rispetto alla precedente analisi **l'indicatore di equilibrio attivo-passivo evidenzia risultati in linea analizzando sia il breve sia il medio termine**. Nel **lungo termine** invece, a seguito delle mutate aspettative di inflazione, **mostra potenziali criticità che sarà opportuno monitorare nei futuri aggiornamenti** tenendo in considerazione sia l'evoluzione delle grandezze finanziarie e macroeconomiche sia le evidenze del prossimo Bilancio Tecnico

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

L'Asset Allocation Strategica del patrimonio complessivo

Asset class	Attuale AA		2024		2025		Convergenza*	
Strumenti di liquidità	4,3%	4,3%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	2,1%	2,1%
Governativo emu	7,0%		7,9%		8,1%		9,6%	
Governativo inflation	7,3%		7,6%		7,8%		9,2%	
Governativo globale ex emu	2,8%		3,5%		3,5%		4,2%	
Corporate emu	5,6%	35,1%	4,8%	35,6%	4,9%	36,4%	5,8%	42,8%
Corporate globale ex emu	5,4%		4,8%		4,9%		5,8%	
Bond alto rendimento	3,4%		3,8%		3,9%		4,6%	
Bond emergenti	3,6%		3,1%		3,2%		3,7%	
Azioni europa	9,7%		8,3%		8,5%		10,0%	
Azioni globale ex europa	8,2%	19,8%	10,4%	20,7%	10,6%	21,2%	12,5%	25,0%
Azioni emergenti	2,0%		2,1%		2,1%		2,5%	
Partecipazioni	2,3%	2,3%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	3,3%	3,3%
Alternativi liquidi	1,6%		1,4%		1,4%		1,7%	
Alternativi illiquidi	4,4%	6,0%	6,9%	8,3%	7,1%	8,5%	8,3%	10,0%
Immobiliare	32,4%	32,4%	31,0%	31,0%	29,4%	29,4%	16,8%	16,8%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

\* Corrispondente all'anno 2035

Nota: nella tabella sono riportate le **allocazioni strategiche calcolate sul patrimonio complessivo** della Cassa al 30/06/2023, pari 2.363 €mln ca.

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

## Bande di oscillazione

- Al fine di stabilizzare il profilo rendimento-rischio atteso si conferma l'opportunità di identificare delle **bande di oscillazione** delle esposizioni (almeno a livello di macro classi), ferma restando la derogabilità delle stesse in situazioni di mercato stressate e comunque in una logica di maggiore prudenza
- Di seguito, la proposta delle **bande di oscillazione** per ciascuna macro classe, calibrata sull'AAS rischio medio, per la **gestione tattica del portafoglio**:

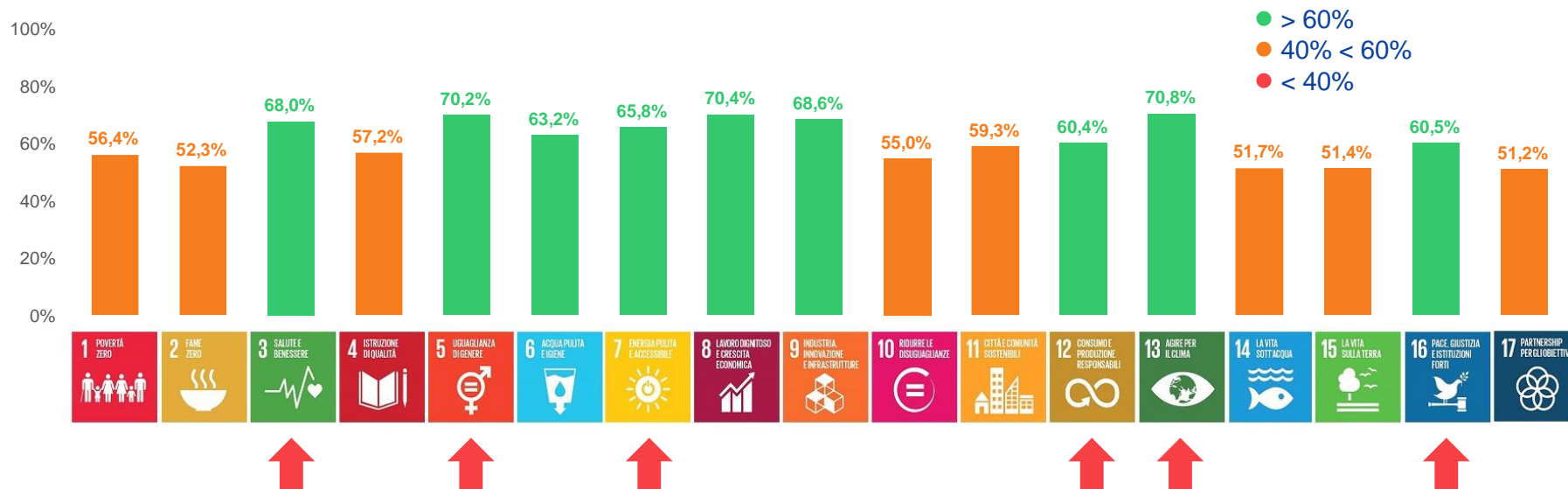
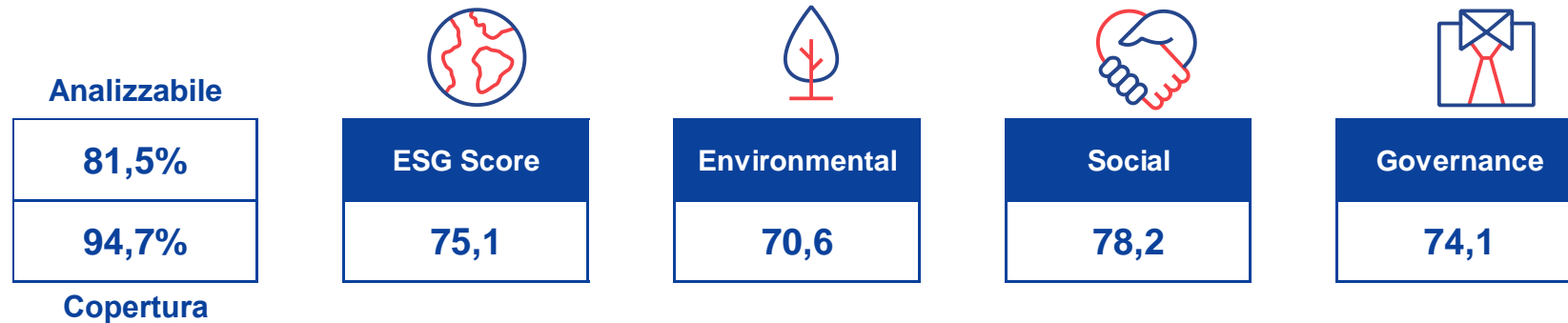
	min	max
Liquidità	-2%	+3%
Obbligazionario	-4%	+5%
Azionario e partecipazioni	-5%	+3%
Alternativo*	-3%	+2%
Immobiliare	-8%	+4%

\* tenuto conto anche dei richiami da completare sulla componente illiquida

- Si propone una definizione «asimmetrica» delle bande che tenga **diversamente conto del livello di rischiosità di ciascuna classe di investimento**

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

Valutazione ESG del portafoglio mobiliare – AAS 2024



## Carbon Intensity

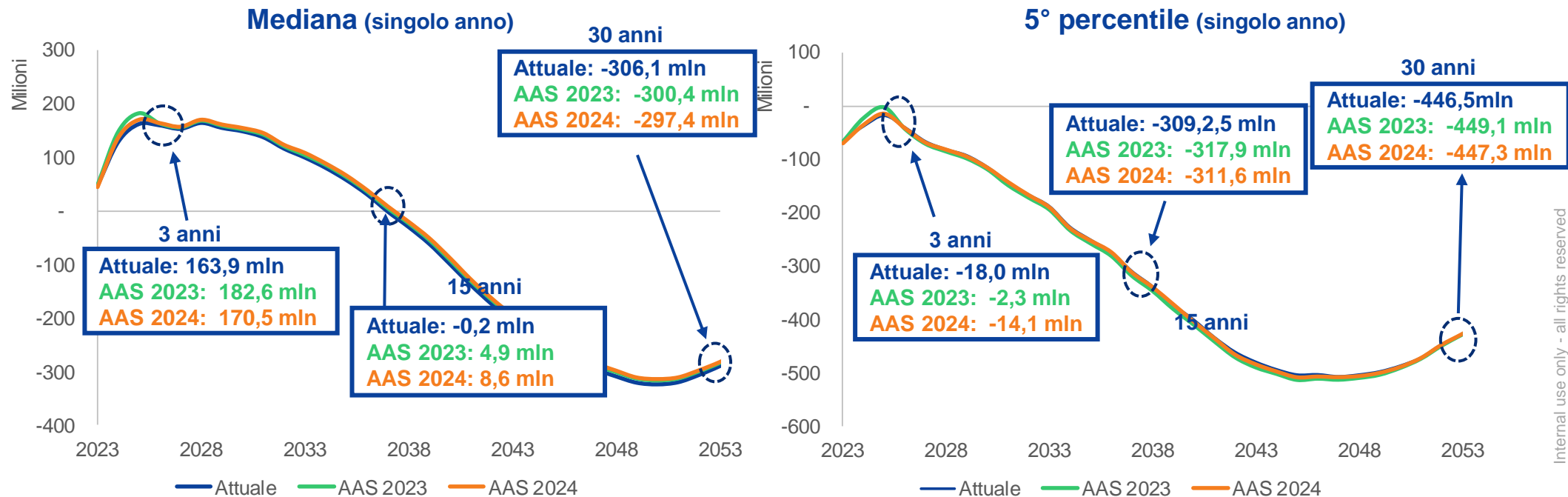
Portafoglio Coperto: **84,4%**

Co2 Emissions/Total Revenues: **231,9**

↑ Con le frecce vengono evidenziati i Goals individuati come maggiormente rilevanti per la Cassa all'interno della Politica di Sostenibilità dell'Ente

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

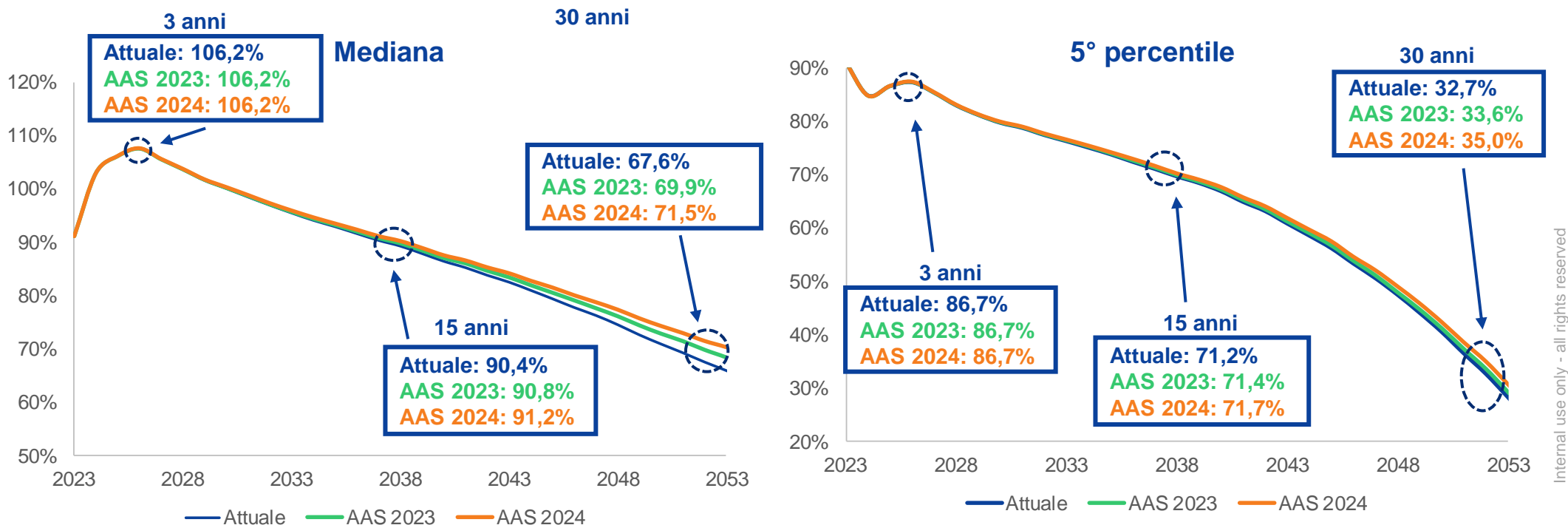
## Evoluzione attesa del Margine di Gestione



- Il **marginale gestionale atteso** risulta positivo per circa 15 anni
- L'allocazione proposta consente di **ridurre leggermente i rischi di perdita** negli scenari avversi

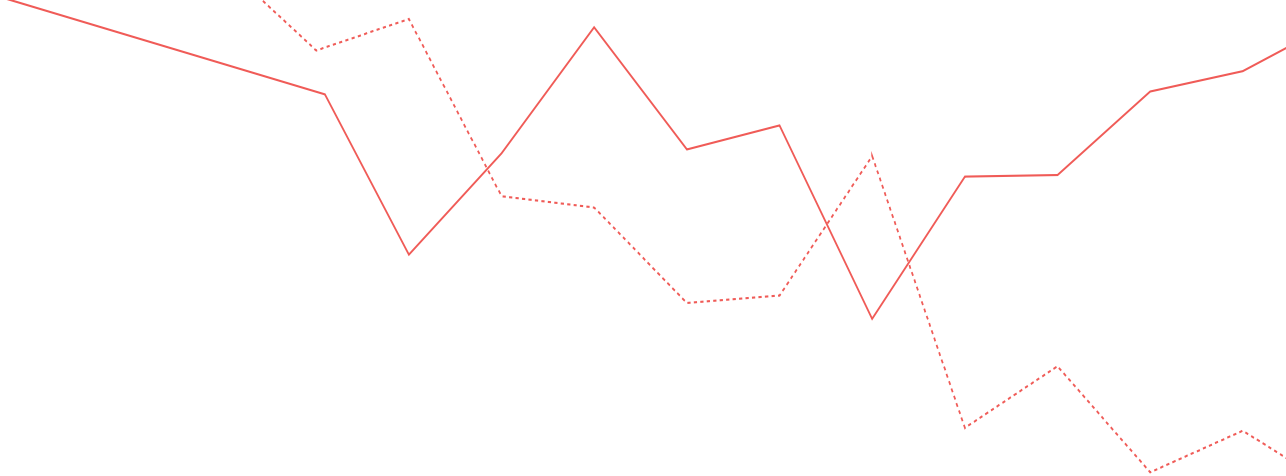
# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

Evoluzione attesa del equilibrio attivo-passivo



→ Nel sentiero centrale l'indicatore di equilibrio attivo passivo si attesta nel lungo periodo su valori pari a circa il 70%, nel medio periodo, però, il livello atteso è superiore al 100%



- 
- Verifica dell'attuale Asset Allocation
  - Scenario macroeconomico e finanziario
  - Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica
  - **Conclusioni e prossimi passi**
  - Appendice

# Conclusioni e prossimi passi

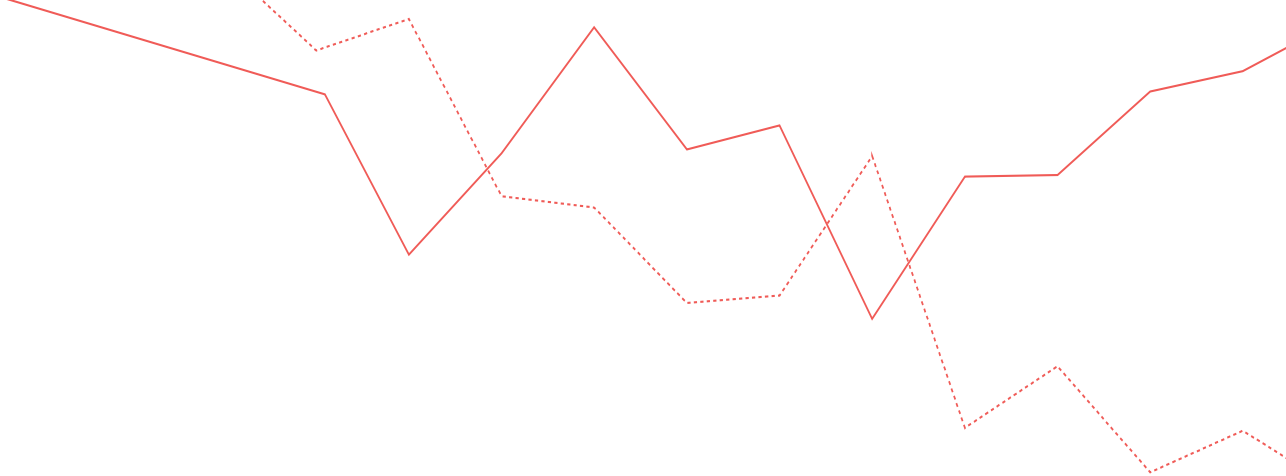
## Sintesi ed evidenze

- Dato il bilancio tecnico (BT) approvato nel 2021 e i livelli dei tassi alla data di analisi, dalle simulazioni effettuate si evidenzia che il livello di capitalizzazione a fine giugno 2023 (funding ratio, FR), a popolazione chiusa, risulta pari al 91,2%, in miglioramento rispetto allo scorso anno (+1,6%) ma **inferiore al 100%**, ad indicare che, **con le ipotesi utilizzate, la sostenibilità finanziaria potrebbe non essere assicurata** (l'analisi va ovviamente integrata con l'evoluzione prospettica del FR)
- Il **target di rendimento reale netto** di equilibrio del portafoglio complessivo è pari al **3,1%**; il **rendimento reale netto di lungo periodo del patrimonio complessivo** dell'attuale allocazione, **tenendo conto dell'immobiliare** presente in portafoglio **e del suo piano di dismissione**, risulta pari **all'1,6%**, **dell'1,7%** invece quello della sola **componente mobiliare**
- L'**asset allocation strategica** di lungo termine, non apporta modifiche sostanziali all'impianto attuale, ma ha l'obiettivo, visti i livelli di rendimento raggiunti dalla componente obbligazionaria, di **ridurre i rischi di mercato** a cui il patrimonio è esposto (su ogni orizzonte analizzato) **senza compromettere la redditività attesa**. Si suggerisce, quindi, di ribilanciare la composizione del portafoglio obbligazionario **riducendo l'esposizione nel societario IG a favore del bond governativo** e l'investimento nei **mercati emergenti a favore del bond societario HY**; per quanto riguarda invece la componente azionaria, di **ridurre l'esposizione nell'azionario europeo** a favore di un'allocazione più diversificata a **livello globale**
- L'**asset allocation per il triennio 2023-25**, come per i passati anni, non è altro che l'implementazione di quella strategica dove i pesi sono stati stimati ipotizzando, prudenzialmente, che il **patrimonio rimanga costante** e che venga attuato **il piano di dismissione immobiliare comunicato dalla Cassa** (a fine 2023 si ipotizza un peso pari al 32,5% per poi scendere a fine 2025 al 29,4% ca.), aggiornato in occasione della presente analisi considerando la revisione del business plan di **Scoiattolo** e del fondo Torre RE Fund IV

# Conclusioni e prossimi passi

## Prossimi passi

- Come fatto già negli anni scorsi, si conferma di preferire i **titoli diretti per l'implementazione della componente governativa emu**, tasso fisso e legato all'inflazione, oltre alle partecipazioni strategiche e le polizze, privilegiando l'utilizzo di gestori professionali per le classi di attivo più difficili da presidiare direttamente; relativamente agli attivi in delega, **la rimodulazione dei benchmark dei mandati**, sarà oggetto di un **successivo documento** a seguito della delibera dell'AAS 2024 da parte del CdA
- La scarsa redditività del fondo Scoiattolo, in ulteriore peggioramento a seguito dell'aggiornamento del business plan del fondo, e la necessità di incrementare ulteriormente il peso della componente mobiliare del portafoglio complessivo confermano l'opportunità che CNPR **proseguo il processo di riduzione dell'esposizione all'immobiliare** - e, nello stesso tempo, di **aumento della redditività dello stesso** - visti anche gli evidenti impatti in termini di miglioramento del profilo rendimento/rischio del patrimonio
- Lo scenario macroeconomico attuale impone il mantenimento di molta **cautela nelle scelte di investimento** a causa dei **rischi che persistono sui mercati finanziari**, solitamente attenuabili - nel medio termine - grazie ad una buona **diversificazione** del patrimonio e confermando una politica di allocazione orientata alla **prudenza, utilizzando tatticamente, se necessario, le bande di oscillazioni previste**
- Il percorso avviato ai fini di **integrare i criteri di sostenibilità (ESG) nel processo di investimento della Cassa** ha visto nell'ultimo anno il compimento del processo di stesura e adozione del documento sulla **Politica di Sostenibilità**, nell'ambito del quale sono stati mappati i valori identitari e definiti gli obiettivi strategici della Cassa. In tal senso, il successivo **assessment ESG** del portafoglio ha consentito di identificare le azioni che CNPR potrà attuare al fine di migliorare l'attuale livello di sostenibilità, che - a fronte di un buon profilo di sostenibilità dei gestori e dei prodotti afferenti alla componente mobiliare del patrimonio - riguardano in particolare le **criticità connesse ai fondi immobiliari Scoiattolo e Alpha Plus**, particolarmente carenti dal punto di vista dell'applicazione di criteri ESG, e che rappresentano una quota rilevante del patrimonio della

- 
- Verifica dell'attuale Asset Allocation
  - Scenario macroeconomico e finanziario
  - Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica
  - Conclusioni e prossimi passi
  - **Appendice**

# Generatore di scenari

## Metodologia del modello di simulazione (1/2)

---

Il generatore di scenari **Integrated Macro-financial SIMulation** (IMSIM) permette di proiettare numerose dinamiche di evoluzione dell'economia nel futuro partendo dall'analisi delle attuali condizioni macroeconomiche e di mercato. L'impianto ha una struttura piramidale:

- al vertice si trova il generatore di scenari stocastici (IMSIM), che mette in relazione 15 economie mondiali (sviluppate e non)
- lo scenario stocastico viene trasmesso con una serie di modelli satellite, generando i fattori di rischio utili per la costruzione dei rendimenti degli indici e per simulare il rendimento a mercato del patrimonio della Cassa

Lo **scenario centrale** a cui si condiziona l'evoluzione futura del modello IMSIM è prodotto da **Prometeia** e contempla due fasi di produzione tra loro interconnesse:

- **View a 3 anni** dell'economia italiana e mondiale, con riflessi sull'andamento delle principali asset class finanziarie, pubblicata trimestralmente nel **Rapporto di Previsione Prometeia**
- **View di lungo periodo** (oltre 30 anni di orizzonte di previsione) che incorpora condizioni di equilibrio economico e impatti di fattori climatici (es: scenari climatici NGFS)

# Generatore di scenari

## Metodologia del modello di simulazione (2/2)

Tra i vari fattori di rischio simulati dalla suite IMSIM troviamo che:

- le **curva dei tassi d'interesse** (risk free) delle aree di riferimento («tassi governativi») influiscono
  - sul rendimento atteso degli indici obbligazionari (funzione dei risk-free relativi al nodo di duration dell'indice)
  - sulla curva utilizzata per stimare il valore attuale di contributi e prestazioni
- i **tassi di inflazione** delle aree di riferimento influenzano il rendimento atteso dei bond inflation-linked oltre al tasso di crescita dei redditi, dei montanti e delle pensioni
- il **tasso degli indici obbligazionari**, incide
  - sul rendimento atteso degli indici obbligazionari definendo la componente cedolare e le variazioni mark-to-market dei benchmark obbligazionari
  - sulla curva utilizzata per stimare il valore attuale di contributi e prestazioni
- **tassi di cambio**: i titoli a cambio aperto sono simulati tenendo conto anche del rischio cambio, guidato dal differenziale dei rendimenti privi di rischio a lungo termine nelle diverse economie
- **azioni**: sono simulate in funzione di driver macro-finanziari generati sia da IMSIM che dai modelli satellite
- la **volatilità** e la **matrice di correlazione** dei rendimenti definiscono l'ampiezza della distribuzione dei rendimenti degli indici ed influenzano la variabilità del rendimento di portafoglio

# Generatore di scenari

## Rendimenti attesi lordi

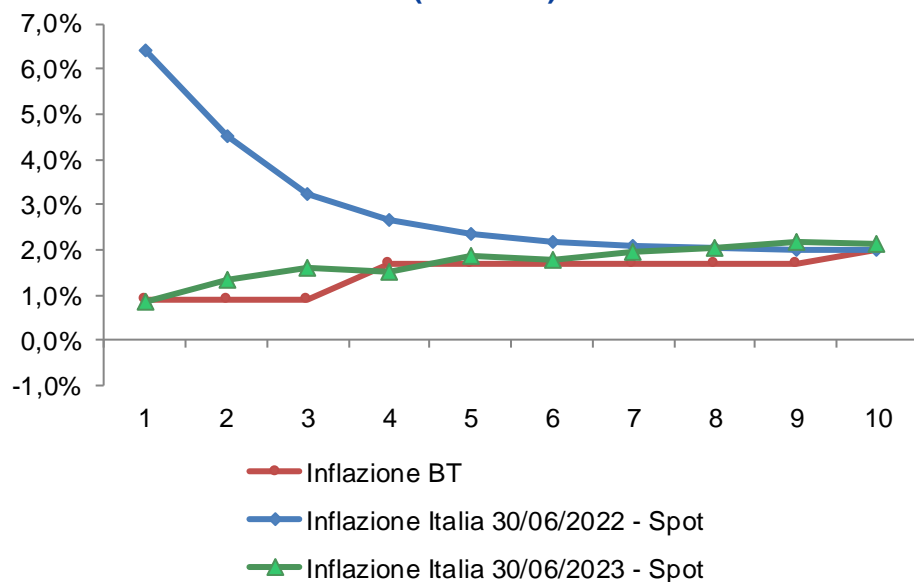
	ASSET CLASS	Rendimento composto annualizzato			volatilità	duration*	YTM*
		Orizzonte					
		3	5	10			
<b>strumenti monetari</b>	Liquidità	3,7%	3,3%	3,0%	0,9%		
	Italia TF (breve termine)	4,2%	4,2%	4,1%	3,1%	2,6	3,6%
	Italia TF (medio termine)	3,2%	3,9%	4,5%	6,1%	6,4	3,8%
	Italia TF (lungo termine)	0,0%	2,3%	4,3%	9,4%	12,5	4,3%
<b>Obbligazionario Governativo</b>	Italia IL (breve-medio termine)	1,7%	2,9%	4,2%	5,8%	5,3	3,7%
	Italia IL (lungo termine)	3,3%	4,5%	5,8%	9,9%	14,2	4,3%
	Emu ex-Italia TF (medio termine)	1,5%	2,5%	3,5%	4,4%	0,0	0,0%
	Emu ex-Italia IL	1,0%	2,2%	3,4%	5,0%	8,5	3,1%
	Globale ex-Emu (cambio coperto)	2,9%	3,2%	3,5%	4,5%	7,5	2,9%
<b>Obbligazionario Societario (IG)</b>	Bond Societario IG Euro	4,5%	4,5%	4,5%	3,1%	4,6	4,0%
	Bond Societario IG Globale ex-Euro	4,8%	4,4%	4,3%	5,5%	6,6	5,5%
<b>Obbligazionario alto rendimento</b>	Bond Emergente	7,0%	6,1%	5,7%	11,3%	7,4	6,7%
	Bond Societario HY Emu	8,2%	7,7%	7,5%	9,6%	3,2	6,8%
	Bond Societario HY US (cambio coperto)	7,7%	6,9%	6,6%	8,3%	3,6	8,2%
<b>Azionario</b>	Azionario Italia	12,7%	9,6%	6,2%	19,4%		
	Azionario Europa	4,5%	4,5%	4,2%	14,4%		
	Azionario Globale ex-Europa	11,4%	8,4%	6,6%	14,0%		
	Azionario Emergente	11,4%	9,0%	6,8%	14,2%		
<b>Strategie alternative</b>	Strategie Alternative Liquide	3,8%	3,6%	3,3%	3,6%		
	Private Debt	10,6%	8,7%	7,5%	8,9%		
	Private Equity	11,5%	9,7%	8,5%	16,5%		
<b>Immobiliare e infrastrutture</b>	Infrastrutture	9,3%	8,3%	7,7%	12,9%		
	Fondi immobiliari	8,4%	6,7%	5,6%	12,8%		

**Nota:** in fase di simulazione e di definizione dell'AA si è tenuto conto della **partecipazione in Banca d'Italia; il rendimento atteso** è stato posto prudenzialmente pari al rendimento minimo (4,5%). Per quanto riguarda **l'immobiliare**, il rendimento atteso è stato **simulato coerentemente con quanto indicato alle pagine 13 e 14**

# Modello di simulazione

## Le aspettative di inflazione

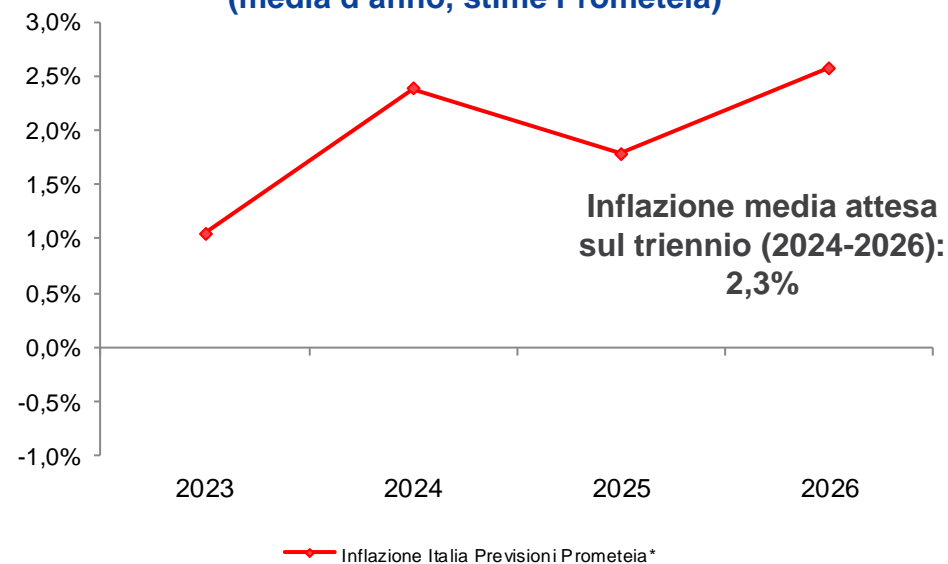
### inflazione Italiana attesa (mercato)



- Il modello di simulazione utilizza per i prossimi anni **le aspettative di Prometeia sull'andamento dell'inflazione**, in particolare le attese evidenziano un ritorno alla stabilizzazione dell'inflazione su livelli però mediamente più elevati rispetto agli ultimi anni (inflazione media del 2,3% circa)

- Nell'ultimo anno le aspettative di inflazione del mercato, dopo l'aumento registrato lo scorso anno, si sono ridotte ed attestano su livelli simili a quelli del Bilancio Tecnico

### inflazione Italiana attesa (media d'anno, stime Prometeia)

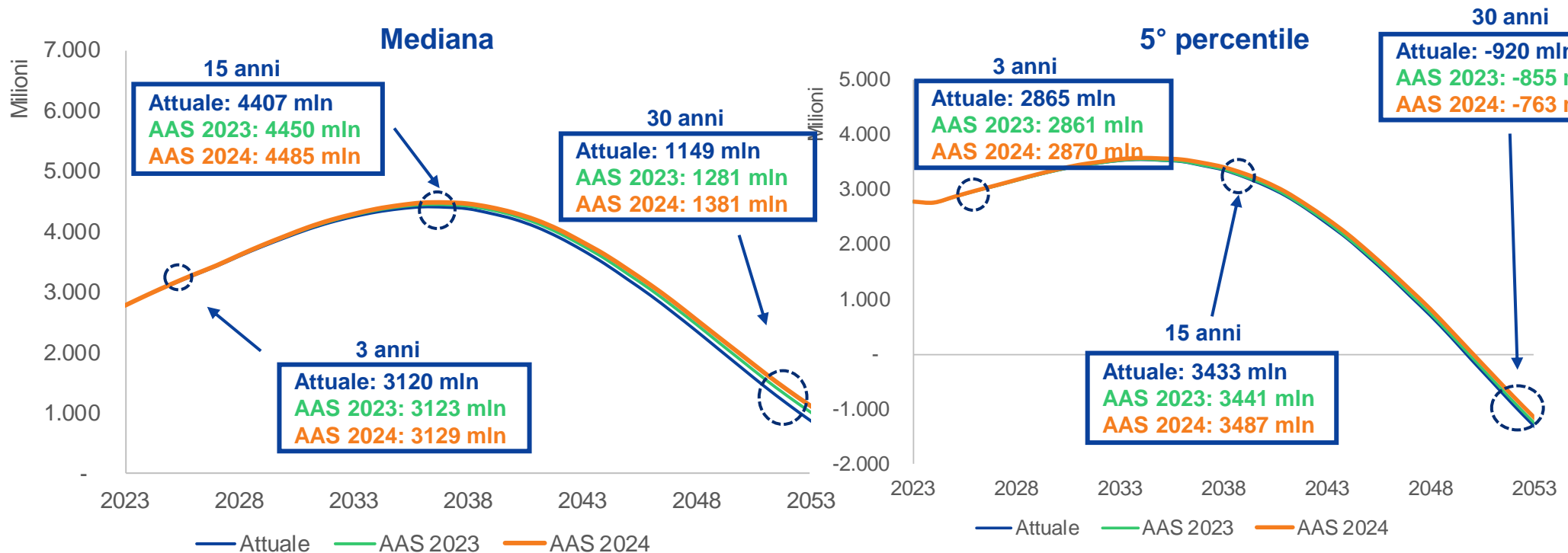


\* Brief nov.22 per previsione 2022 e 2023, RdP set.22 per previsione 2024 e 2025



# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

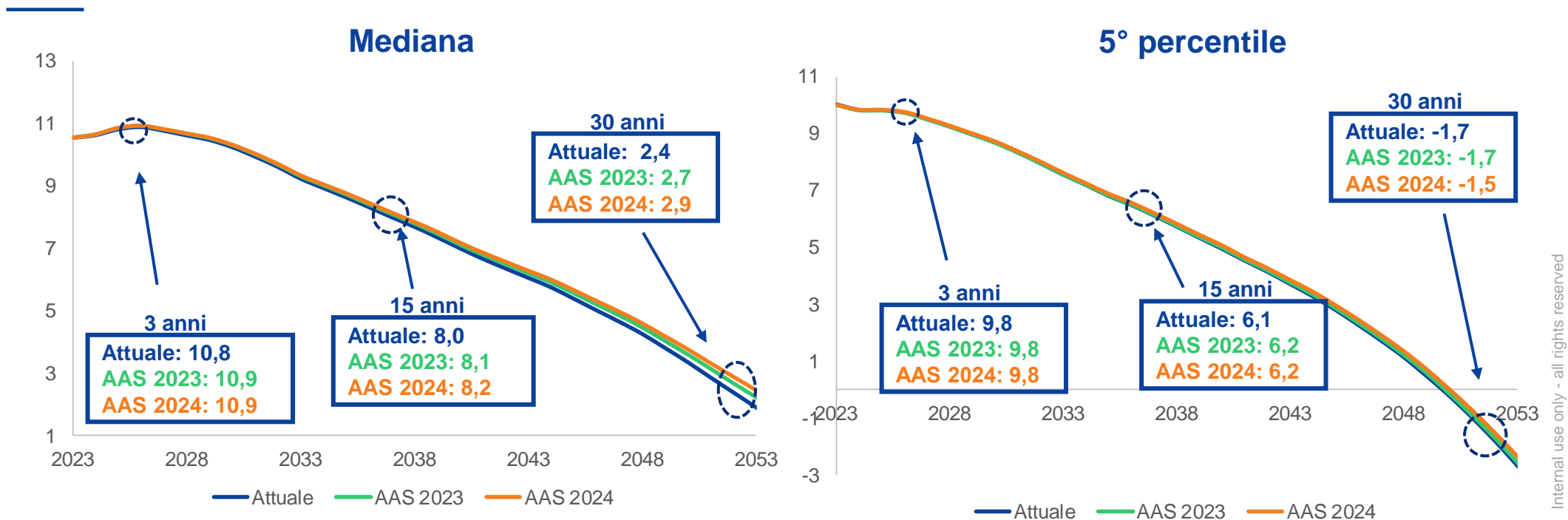
## Evoluzione attesa del Patrimonio



- Analizzando il sentiero centrale il **patrimonio** aumenta costantemente nei primi anni grazie al contributo sia del saldo previdenziale positivo sia del rendimento del patrimonio

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

Analisi della probabilità di avere un livello superiore alle 5 annualità

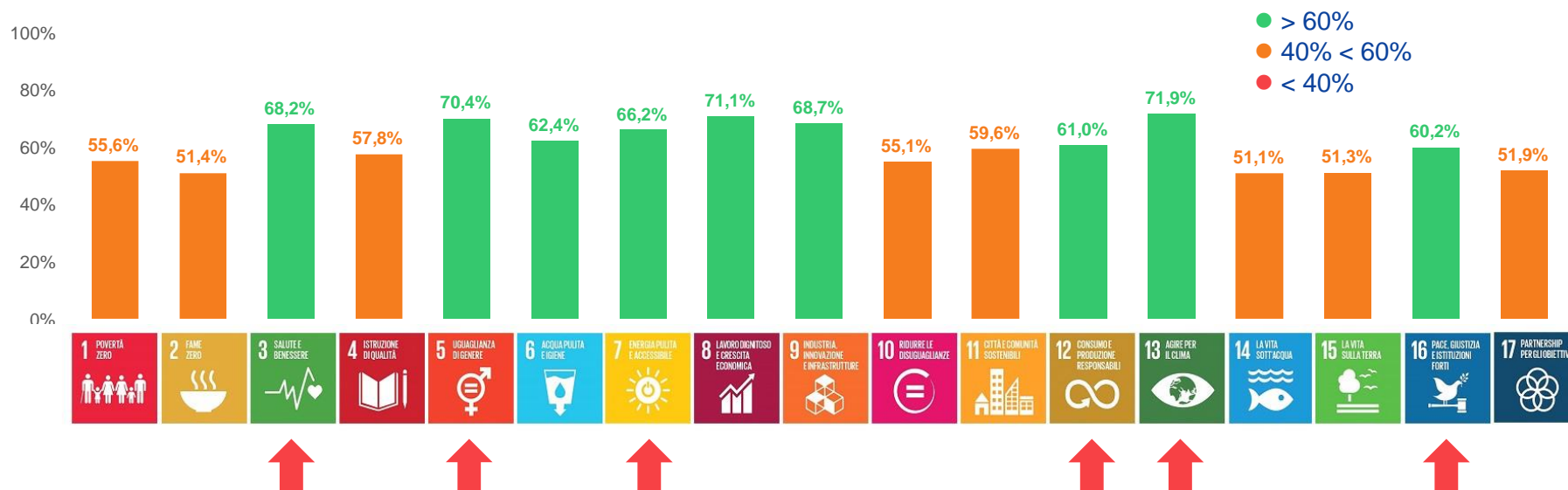
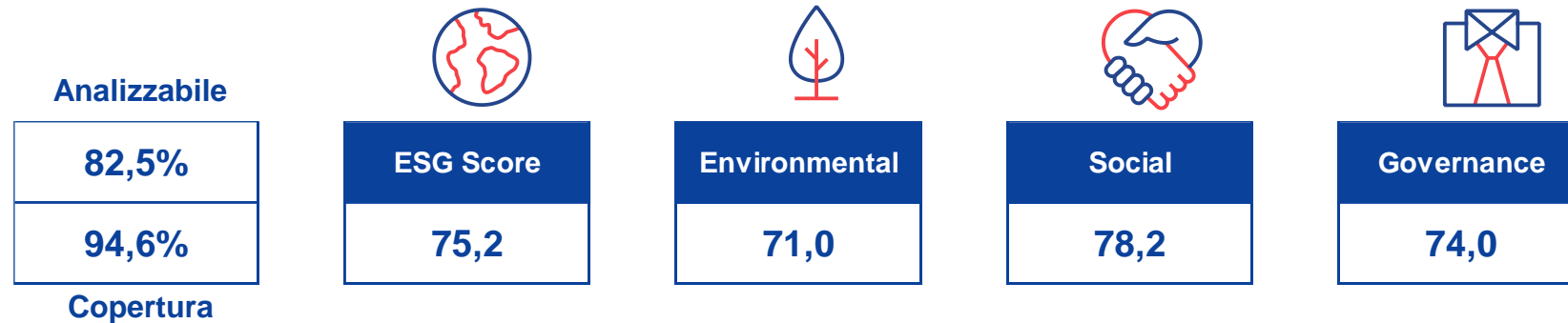


- L'indicatore permette di monitorare l'andamento prospettico della **probabilità di essere sopra ai target definiti dal Ministero (\*)**
- Il livello atteso risulta sopra la la soglia delle 5 annualità sino al 2047

(\*): in realtà i target sono applicati sui valori contabili mentre la presente analisi è a valori di mercato

# Fine-tuning dell'Asset Allocation Strategica

Valutazione ESG del portafoglio mobiliare – AAS 2023



## Carbon Intensity

Portafoglio Coperto: **83,9%**

Co2 Emissions/Total Revenues: **228,1**

↑ Con le frecce vengono evidenziati i Goals individuati come maggiormente rilevanti per la Cassa all'interno della Politica di Sostenibilità dell'Ente

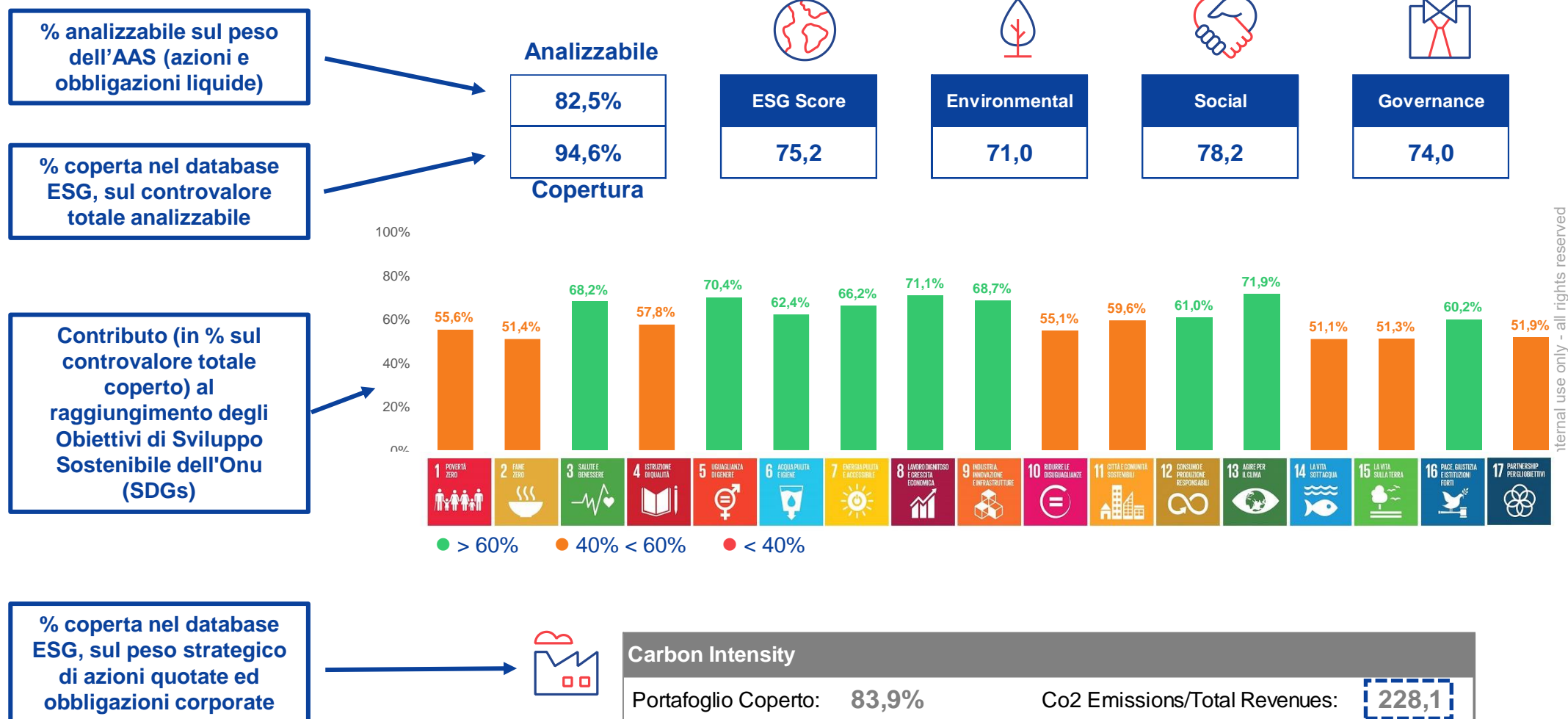
# Valutazione ESG delle allocazioni strategiche di lungo periodo

## Nota metodologica

- L'analisi sulla valutazione ESG delle allocazioni strategiche ha l'obiettivo di **stimare il livello di sostenibilità del benchmark delle allocazioni strategiche** sulla base del database ESG di Prometeia Advisor Sim
- Gli score ESG sono elaborati da Prometeia analizzando il solo portafoglio liquido a partire da:
  - **emittenti corporate** (azioni e obbligazioni corporate): provider dati ESG Refinitiv
  - **emittenti governativi**: modello proprietario Prometeia basato sul database "Quality of Governance Institute" dell'Università di Goteborg e altre fonti pubbliche (agenzie internazionali ONU, accademia, ONG)
- Le analisi comprendono la valutazione della sostenibilità di portafoglio sotto diversi aspetti:
  - **livello complessivo di sostenibilità** dell'AAS (ESG score) e pillar specifici di sostenibilità ambientale (E - Environmental), sociale (S - Social) e di governance (G - Governance)
  - **contributo degli emittenti presenti nelle diverse AC strategiche al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile dell'Onu** (Sustainable Development Goals o SDGs): 17 obiettivi e 169 target definiti nel 2015 da 193 paesi nell'ambito dell'Agenda Globale 2030
  - quantificazione, per gli emittenti corporate, della c.d. **carbon intensity** (tonnellate di emissioni di CO<sub>2</sub> / ricavi in milioni di **euro**) media ponderata di portafoglio ottenuta calcolando la carbon intensity per ciascuna società in portafoglio e calcolando la media ponderata in base al peso di portafoglio
  - gli **score ESG** sono espressi su scala 0-100 per singolo emittente. L'ESG score complessivo rappresenta una media dei punteggi per singolo pillar (E-S-G), ponderati in funzione della tipologia di emittente e settore di riferimento. Il calcolo sulla singola classe di attivo e poi sul benchmark complessivo viene effettuato ponderando il punteggio sul singolo emittente per l'esposizione effettiva nel benchmark
- Per ciascun portafoglio viene individuata la **quota analizzabile** (escludendo liquidità, strumenti illiquidi ed investimenti alternativi): su questa viene ulteriormente definita la **quota coperta** in relazione all'analisi ESG e al calcolo della carbon footprint
- Le **percentuali analizzabili/coperte** sono calcolate con riferimento al controvalore delle singole posizioni presenti nei benchmark delle diverse AC alla data di analisi e ponderate in base ai pesi dell'allocazione strategica

# Valutazione ESG delle allocazioni strategiche di lungo periodo

Schema per la lettura degli indicatori



# Appendice

## Rendimento componente immobiliare

---

		3 anni	10 anni	30 anni
rendimento patrimonio immobiliare	rend. nom. composto annualizzato (netto)	1,1%	2,2%	2,9%

---

→ Nella tabella sopra sono riportati i rendimenti relativi alla componente immobiliare sui diversi orizzonti analizzati, in base ai dati forniti dalla Cassa

# Disclaimer

---

Il presente report deve essere inteso come fonte di informazione e non può, in nessun caso, essere considerato un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari. Le informazioni contenute in questo documento sono frutto di notizie e opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso.

Il presente report ed i risultati delle analisi in esso contenute, sono elaborati sulla base di dati e informazioni forniti da terzi. Prometeia Advisor Sim S.p.A. non garantisce, in alcun modo, l'esattezza e la completezza di tali dati ed informazioni e non potrà essere, in alcun modo, ritenuta responsabile per gli eventuali danni diretti, indiretti o accidentali, che possano derivare dall'utilizzo del presente report e/o della informazioni e dei dati in esso contenuti.

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

Il destinatario del report si impegna, pertanto, anche per il fatto dei propri dipendenti e/o consulenti e/o ausiliari e/o collaboratori, ad osservare il più rigoroso riserbo in ordine a qualsiasi notizia, informazione, dato contenuto nel presente report, dichiarando di impegnarsi a manlevare e tenere indenne Prometeia Advisor Sim S.p.A., da qualsiasi pretesa, azione, domanda di terzi, connessa alla divulgazione di notizie, informazioni e dati contenuti nel presente report.

# Confidentiality

---

Questo documento è la base per una presentazione orale, senza la quale ha quindi limitata significatività e può dar luogo a fraintendimenti.

Sono proibite riproduzioni, anche parziali, del contenuto di questo documento senza la previa autorizzazione scritta di Prometeia.

*Copyright © 2023 Prometeia*



# Contatti

---

## Bologna

Piazza Trento e Trieste, 3  
+39 051 6480911  
[info@prometeiaadvisor.com](mailto:info@prometeiaadvisor.com)

## Londra

Dashwood House, 69  
Old Broad Street  
EC2M 1QS  
+44 (0) 207 786 3525  
[uk@prometeia.com](mailto:uk@prometeia.com)

## Il Cairo

Smart Village - Concordia Building,  
B2111  
Km 28 Cairo Alex Desert Road  
6 of October City, Giza  
[info@prometeia.com](mailto:info@prometeia.com)

## Milano

Via Brera, 18  
Viale Monza, 259  
+39 02 80505845  
[info@prometeiaadvisor.com](mailto:info@prometeiaadvisor.com)

## Istanbul

River Plaza, Kat 19  
Büyükdere Caddesi Bahar Sokak  
No. 13, 34394  
| Levent | Istanbul | Turkey  
+ 90 212 709 02 80 – 81 – 82  
[turkey@prometeia.com](mailto:turkey@prometeia.com)

## Vienna

Wiedner Gürtel, 13 – 1100  
[info@prometeia.com](mailto:info@prometeia.com)

## Roma

Viale Regina Margherita, 279  
[info@prometeiaadvisor.com](mailto:info@prometeiaadvisor.com)

## Zurigo

Technoparkstrasse, 1 – 8005  
[switzerland@prometeia.com](mailto:switzerland@prometeia.com)



[www.prometeia.com/financial-advisory](http://www.prometeia.com/financial-advisory)