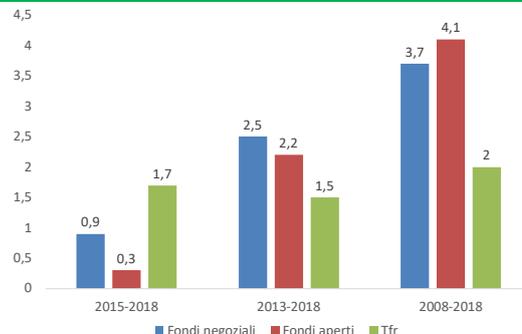


Fondi pensione italiani: iscritti e risorse destinate alle prestazioni



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Covip

Rendimenti medi annui dei fondi pensione a 3, 5 e 10 anni (valori %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Covip

Un prolungato contesto di bassi tassi di interesse pone numerose sfide ai grandi investitori istituzionali che tipicamente lavorano con obiettivi di lungo periodo. La ricerca di rendimenti e il tentativo di mantenere un equilibrio tra l'attivo e il passivo di bilancio potrebbero portare all'assunzione di maggiori rischi (azionari, di cambio, di credito) o ad una contrazione delle prestazioni.

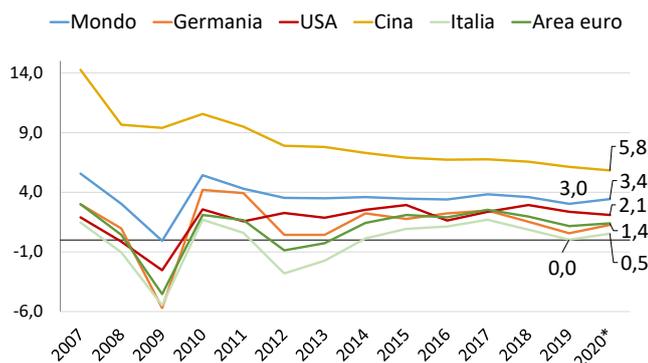
In Italia, a tredici anni dalla riforma della previdenza complementare, **le attività gestite dai fondi pensione risultano più che triplicate raggiungendo circa 175 mld di euro** dai 52 mld di euro del 2006 mentre il numero degli aderenti, pari attualmente a 8,9 mln è più che raddoppiato.

Complessivamente **le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa il 9,5% del Pil e il 4% delle attività finanziarie delle famiglie italiane**, un valore ancora contenuto anche se pari a quasi tre volte rispetto a quello del 2006.

Editoriale – Il doppio stallo e le quattro crisi

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

La crescita economica tra il 2007 e il 2020
(var. % del PIL in volume; 2019-20 stime e previsioni)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FMI

La stagione autunnale delle grandi previsioni macroeconomiche si è conclusa. Molto puntuali, le analisi effettuate dal Fondo Monetario come dall'OCSE, dalla Banca Mondiale come dal Consensus lasciano l'immagine di un'economia mondiale intrappolata in una sorta di doppio stallo. Da una parte, c'è la rarefazione della crescita reale, ovvero l'insufficiente incremento in volume del prodotto interno lordo di tutte le principali economie, aree e singole nazioni, paesi avanzati ed emergenti, praticamente nessuno escluso. Dall'altro lato, non meno grave, si pone lo stallo dell'inflazione. L'aumento dei prezzi al consumo pressoché dappertutto rimane sotto gli obiettivi, nonostante i trilioni di dollari, di euro, di yen e di sterline raggiunti dagli attivi delle maggiori banche centrali dopo anni di programmi di espansione monetaria non convenzionale. E malgrado, in alcune aree e nazioni, la disoccupazione diminuisca e il costo del lavoro mostri cenni di recupero, almeno secondo le metriche di misurazione più tradizionali.

Con una crescita reale del PIL del Mondo scesa al tre per cento non ci può essere spazio per errori di policy. Lo afferma Gita Gopinath, consigliere economico del Fondo Monetario a chiusura della sua premessa al World Economic Outlook. In anni passati la barriera del tre per cento individuava il discrimine della recessione globale. Oggi, dopo un lungo periodo di risultati non brillantissimi, gli econometrici hanno rivisto di mezzo punto al ribasso la soglia del pericolo, al due e mezzo per cento. Poco cambia. Il rischio è quello di trovarci in futuro ad affrontare un ulteriore arretramento della crescita e dell'inflazione a livello Mondo in condizioni anche peggiori delle attuali. In carenza di munizioni e di leve da agire in chiave anti-ciclica. Da sola, la politica monetaria espansiva non può più bastare. E la presenza oggi nel Mondo di 15 trilioni di

dollari di debito a tassi di interessi negativi non è un elemento privo di rischi e controindicazioni. Quindici trilioni di dollari, per capirci, sono l'equivalente del PIL della Cina. Viceversa, tempo è di usare la politica fiscale per fare investimenti. Nel 2018 il deficit pubblico dell'Area euro è sceso allo 0,5% del PIL, la decima parte del disavanzo americano. Secondo stime di Prometeia, lo "spazio fiscale" disponibile per il 2020, assomma a circa 115 miliardi di euro, pari all'un per cento del PIL dell'area euro. Un granello di senape, ma assai utile per smuovere la montagna dell'incertezza e uscire dalla spirale della sfiducia.

Diceva Keynes che "la cosa importante per un governo non è fare ciò che gli individui fanno già, e farlo un po' meglio o un po' peggio, ma fare ciò che non si fa del tutto". Oggi, prima delle "policies", quello che manca per provare ad uscire dal doppio stallo dello sviluppo mondiale è la consapevolezza della portata del problema. Ed iscriverlo in una teoria complessiva del cambiamento che forse ancora non è scritta. L'origine del doppio stallo va ricercata in un deficit di governo collettivo, nella mancanza di una intelligenza condivisa e di strategie cooperative per affrontare quelli che sono i grandi "driver" globali del mutamento. Questo deficit di governo condiviso spinge l'incertezza oltre la soglia della patologia e paralizza gli investimenti, quindi, la crescita del prodotto come dei prezzi.

*Nel 2020 il problema dei dazi sottrarrà alla crescita mondiale l'equivalente del PIL della Svizzera. Rimane aperta la questione della crisi del settore "automotive" tedesco, che riveste importanti riflessi anche per la nostra manifattura. Ed ancora altri elementi di difficoltà su cui i rapporti di previsione si soffermano con lucidità. Il punto è provare a ricomporre i vari tasselli in un quadro più generale. Un quadro che vedrà il Mondo e, soprattutto, l'Europa confrontarsi per anni con almeno quattro grandi crisi tra loro profondamente interrelate. La **crisi geopolitica**, che concerne il tema della mutazione della globalizzazione da multilaterale a bilaterale e del difficile confronto tra USA e Cina sulla leadership globale, sia essa commerciale, tecnologica o militare. La **crisi demografica**, con un Nord del Mondo che invecchia e una giovane Africa che preme, e i due gradienti giovani-anziani e nativi-immigrati. La **crisi tecnologica**, con il rischio di un'automazione crescente che non sia corroborata da altrettanta innovazione, i riflessi sul lavoro e la tutela della concorrenza e della democrazia nel mondo dei grandi oligopoli digitali. La **crisi climatica**, che più di ogni altra chiede al ceto dirigente del pianeta di riorganizzare le idee e realizzare un "green new deal" di indirizzi chiari e duraturi oltre che di investimenti importanti. E di farlo in fretta.*

Previdenza integrativa e tassi negativi: quali implicazioni?

S. Ambrosetti  stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Nell'ultimo decennio la crisi finanziaria e il successivo contesto di crescita moderata e bassa inflazione hanno portato al prevalere di un prolungato periodo di tassi di interesse molto contenuti, amplificato dall'orientamento espansivo di politica monetaria di molte banche centrali. In diverse grandi economie i tassi di interesse sui titoli sono diventati negativi anche in termini nominali.

In Europa nel comparto dei titoli sovrani la Germania e i Paesi Bassi presentano tassi negativi sulle scadenze fino ai 30 anni e la Francia fino ai 15 anni. Anche nel comparto delle obbligazioni societarie a livello globale si stima un ammontare complessivo di titoli *investment grade* (con merito di credito pari almeno a BBB) che offrono tassi negativi prossimo a 500 miliardi di euro.

Un prolungato contesto di bassi tassi di interesse pone numerose sfide ai grandi investitori istituzionali che tipicamente lavorano con obiettivi di lungo periodo. La ricerca di rendimenti e il tentativo di mantenere un equilibrio tra l'attivo e il passivo di bilancio potrebbero portare all'assunzione di maggiori rischi (azionari, di cambio, di credito) o ad una contrazione delle prestazioni.

In Italia a tredici anni dalla riforma della previdenza complementare, che ha introdotto il meccanismo del "silenzio-assenso" per il trasferimento del Tfr ai fondi pensione, il secondo pilastro ha evidenziato un considerevole sviluppo sia in termini di patrimonio gestito che nel numero degli iscritti. Rispetto a prima della riforma le attività gestite dai fondi pensione risultano più che triplicate raggiungendo circa 175 mld di euro dai 52 mld di euro del 2006 mentre il numero degli aderenti, pari attualmente a 8,9 mln è più che raddoppiato rispetto ai 3,2 mln di iscritti prima della riforma.

Complessivamente le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa il 9,5% del Pil e il 4% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se pari a quasi tre volte rispetto a quello del 2006. Prima dell'avvio della riforma tali percentuali risultavano infatti pari, rispettivamente, al 3,5% e all'1,5%.

In termini di asset allocation il patrimonio gestito dalla previdenza complementare in Italia presenta una marcata concentrazione nel comparto obbligazionario. Circa il 59% del patrimonio è investito in titoli di debito, i titoli di capitale costituiscono il 16% e le quote di OICR circa il 14%. Il primo semestre del 2019 ha fatto registrare rendimenti positivi per tutte le categorie di fondi: +4,7% per i fondi negoziali, +5,5% per quelli aperti a fronte di una rivalutazione dell'1% del Tfr.

I tassi di interesse negativi e le implicazioni per i fondi pensione

Nell'ultimo decennio la crisi finanziaria e il conseguente contesto di crescita moderata e bassa inflazione hanno portato al prevalere di un prolungato periodo di tassi di interesse molto contenuti, ulteriormente amplificato dagli interventi di *quantitative easing* e dall'orientamento espansivo di politica monetaria di molte banche centrali. In diverse grandi economie il calo dei tassi di interesse ha portato a rendimenti negativi, prima reali, poi in alcuni paesi anche nominali. Un prolungato contesto di bassi tassi di interesse pone serie sfide ai grandi investitori istituzionali che tipicamente lavorano con obiettivi di lungo periodo, in particolare le assicurazioni ed i fondi pensione. Data l'importanza del ruolo che queste istituzioni svolgono nel mobilitare grandi quantità di

capitale a lungo termine, le strategie di gestione adottate potrebbero avere serie implicazioni per il loro ruolo di potenziali forze stabilizzatrici all'interno del sistema finanziario.

L'effetto sugli investitori di lungo termine di un protratto periodo di tassi di interesse bassi e/o negativi dipende da numerosi fattori, in primis: a) la natura delle prestazioni cui sono vincolati i fondi pensione e le compagnie di assicurazione; b) il disallineamento delle scadenze tra attività e passività a lungo termine; c) la composizione degli investimenti di portafoglio e la misura di un eventuale aumento di esposizione al rischio patrimoniale nella ricerca di rendimenti sui mercati.

- a) L'effetto negativo di tassi di interesse molto bassi o negativi è più elevato quando le passività delle compagnie di assicurazione o dei fondi pensione sono costituite da rendimenti contrattualmente fissati o da vincoli a prestazioni definite a priori. I fondi o le polizze "a prestazione definita" in alcuni paesi, specie quelli in cui il secondo pilastro è più diffuso, detengono una quota non trascurabile del patrimonio complessivo.
- b) I fondi pensione e le compagnie di assicurazione detengono generalmente obbligazioni a lungo termine per far fronte agli impegni futuri, tuttavia le passività possono avere una durata più lunga dell'attivo proprio per effetto dell'orizzonte temporale degli impegni contrattuali (ad esempio l'aspettativa di vita all'età di 65 anni può superare i 20 anni); questi investitori, in assenza di appropriate strategie di copertura, restano esposti al rischio di reinvestimento alle nuove condizioni di mercato.
- c) In presenza di rendimenti molto bassi delle componenti obbligazionarie, i fondi pensione potrebbero essere spinti ad aumentare il livello di rischio nel tentativo di ricercare rendimenti necessari a garantire gli impegni assunti con i beneficiari quando i mercati finanziari presentavano rendimenti più alti rispetto a quelli attuali. Questo potrebbe portare ad accrescere l'esposizione azionaria, a cercare titoli con cedole più elevate nei mercati emergenti (assumendo anche un'esposizione al tasso di cambio) o a considerare emittenti caratterizzati da un più elevato rischio creditizio.

Tipicamente una delle principali classi di attività nei portafogli previdenziali è rappresentata dai titoli a reddito fisso, in particolare dai titoli di stato a lungo termine. Tassi di rendimento dei titoli di stato a lungo termine bassi o negativi porteranno quindi a una riduzione delle attività accumulate per finanziare le rendite pensionistiche. L'entità dell'impatto dipenderà, oltre che dal livello assoluto dei tassi di interesse, anche dalla percentuale di obbligazioni in portafoglio e in particolare dalla quantità di titoli di stato a lungo termine.

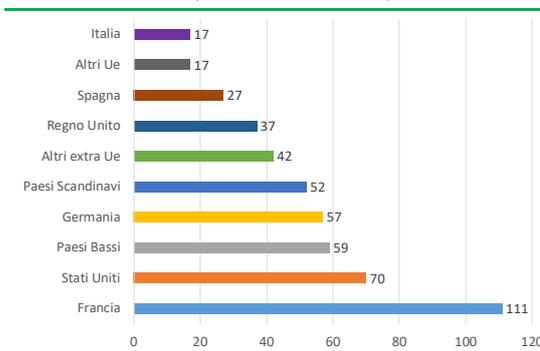
I fondi pensione in molti paesi investono un ammontare pari a circa il 40% del loro patrimonio in titoli a reddito fisso. Oltre ai titoli governativi, che in genere costituiscono la parte prevalente del portafoglio obbligazionario dei fondi pensione, nelle attuali condizioni di mercato anche la componente degli investimenti in titoli *corporate*, tipicamente più rischiosa rispetto ai titoli sovrani, presenta tassi molto bassi o negativi. A livello globale Goldman Sachs stima un ammontare complessivo di obbligazioni societarie *investment grade* (quelle cioè con merito di credito pari almeno a BBB) che offrono tassi di interesse negativi prossimo a 500 miliardi di euro.

In questo contesto le assicurazioni e i fondi pensione stanno incontrando crescenti difficoltà a individuare rendimenti in linea con i loro obiettivi di investimento anche orientandosi su strumenti più rischiosi come i titoli societari o con durata più lunga. Nel

segmento delle obbligazioni societarie, anche se la maggior parte dei rendimenti negativi sono concentrati sulle scadenze più brevi (fino a tre anni), il mercato presenta quasi 30 miliardi di obbligazioni corporate con rendimenti negativi con maturità superiori ai 5 anni. Il dato non appare sorprendente se si tiene in considerazione che nel segmento dei titoli sovrani la Germania e i Paesi Bassi presentano tassi negativi sulle scadenze fino ai 30 anni e la Francia fino ai 15 anni. In termini settoriali quasi 200 mld di euro dei circa 500 miliardi totali di titoli *corporate* con rendimenti negativi sono legati a emittenti finanziari, 72 mld di euro al settore dei beni di consumo, quasi 50 miliardi a quello delle utilities e circa 35 al settore delle telecomunicazioni.

Stock di corporate bond in euro con rendimenti negativi per paese

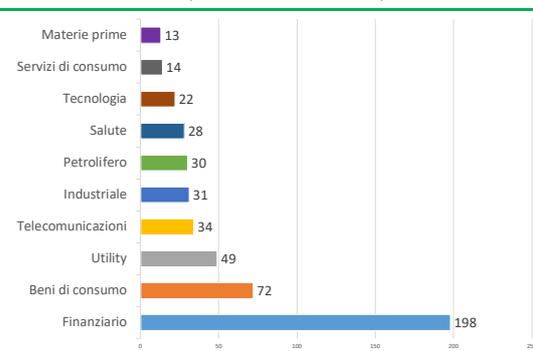
(2019; mld di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Goldman Sachs

Stock di corporate bond in euro con rendimenti negativi per settori

(2019; mld di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Goldman Sachs

Il mercato globale dei fondi pensione nel 2018

Le difficoltà incontrate nella rivalutazione dei patrimoni gestiti legate al livello contenuto dei tassi e alla dinamica meno favorevole rispetto al passato dei mercati azionari hanno portato in numerosi paesi ad una contrazione dello stock nel corso del 2018. L'impatto sui sistemi economici appare tuttavia diversificato in funzione della centralità del sistema dei fondi pensione nell'economia dei vari paesi.

L'importanza del secondo pilastro appare inversamente correlata alla dimensione delle prestazioni offerte dalla componente pubblica. Nei paesi in cui il sistema pubblico offre tradizionalmente prestazioni generose, il sistema complementare appare meno sviluppato per assumere invece un ruolo rilevante nei sistemi economici in cui le pensioni pubbliche offrono prestazioni più limitate.

Nell'area Ocse i dati più recenti stimano a fine 2018 uno stock di fondi pensione pari a 27,6 trilioni di Usd, con una flessione del 4% rispetto all'anno precedente. Calcolata in valuta nazionale la flessione ha riguardato 12 dei 34 paesi Ocse ed ha caratterizzato alcuni tra i mercati più ampi come i Paesi Bassi (-1,2%), il Giappone (-1,1%) la Svizzera, il Regno Unito (-0,3%) e gli Stati Uniti (-5,0%).

Le differenze tra i sistemi finanziari e tra i pesi relativi che gli schemi pensionistici pubblici presentano nei diversi paesi portano a una notevole eterogenità nella diffusione degli schemi di previdenza integrativa. Ad alimentare un diverso grado di diffusione tra i paesi concorrono anche fattori di natura regolamentare. Tra i paesi appartenenti all'Ocse, alcuni affiancano al sistema pubblico pensioni complementari di natura obbligatoria (ad esempio il sistema australiano) o semi-obbligatoria (Paesi

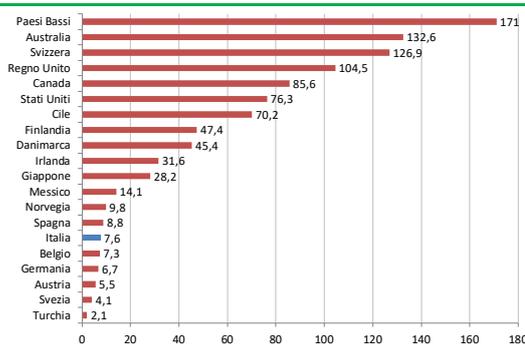
Bassi). In altri paesi come gli Usa e il Regno Unito i piani previdenziali privati pur non essendo obbligatori hanno raggiunto comunque un'enorme diffusione.

In termini assoluti gli Stati Uniti detengono la quota più elevata dei fondi pensione dei paesi dell'area Ocse con uno stock pari a 15 trilioni di Usd. Il loro peso relativo negli ultimi quindici anni è tuttavia diminuito dal 68% all'attuale 57% per effetto anche del notevole sviluppo che la previdenza complementare ha avuto in alcune aree. Tra gli altri paesi le quote più elevate sono attribuibili al Regno Unito che detiene una quota pari al 10%, all'Australia con il 7%, a Giappone, Paesi Bassi e Canada tutti e tre con una quota sul totale di poco superiore al 5%.

Le differenze rimangono molto elevate anche tenendo in considerazione la dimensione economica dei paesi. Il peso dei fondi pensione in rapporto al Pil, nei paesi Ocse, ha raggiunto in media il 53%, permane tuttavia una grande disomogeneità. Alcuni paesi presentano valori superiori al 100% del Pil (Paesi Bassi 171%, Australia 132%, Svizzera 127%, Regno Unito 104%) altri come il Canada (86%) e gli Stati Uniti (76%) registrano un valore più contenuto ma comunque superiore alla media dell'area. Resta un numero elevato di paesi appartenenti all'Ocse che presentano un rapporto tra attività dei fondi pensione e Pil inferiore al 20%. In Germania, Italia e Spagna tale valora oscilla tra il 7% e il 9%.

Attivo dei fondi pensione in % del Pil in alcuni paesi Ocse

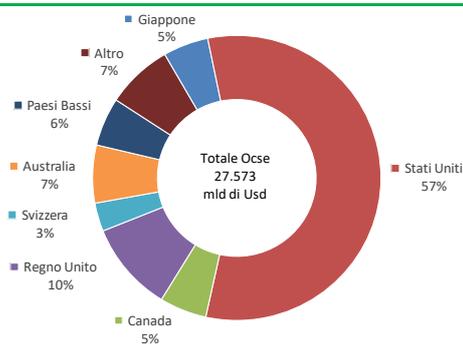
(2018; quote %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Ocse

Attivo dei fondi pensione in alcuni paesi Ocse

(2018; quote % sul totale)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Ocse

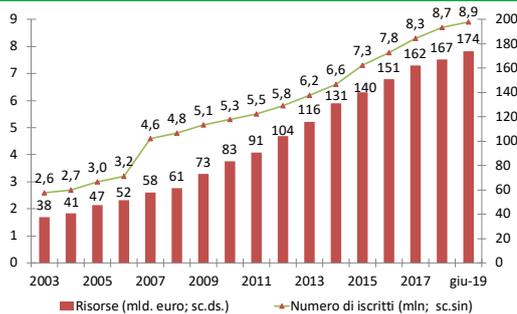
La contrazione del patrimonio nel corso del 2018 riflette una dinamica negativa dei rendimenti reali registrata in alcuni tra i principali paesi (Stati Uniti e Paesi Bassi), a fronte di rendimenti positivi registrati tra i grandi paesi solo in Canada e Australia. Un contributo significativo ai rendimenti negativi appare legato alla flessione registrata dalle principali piazze azionarie nell'ultimo trimestre del 2018. La contrazione dei rendimenti, non compensata dagli incrementi contributivi da parte dei sottoscrittori, ha portato ad una riduzione del patrimonio. Occorre tuttavia tenere in considerazione che gli obiettivi di investimento dei fondi pensione sono di lungo periodo. In quest'ottica il risultato relativo ad un singolo anno assume un valore relativo, ad esempio l'orientamento positivo dei mercati azionari nel corso del primo trimestre del 2019 potrebbe aver già contribuito ad un recupero dei volumi persi l'anno precedente.

I fondi pensione in Italia: una crescita ancora lenta

I problemi connessi al progressivo invecchiamento della popolazione e alla sostenibilità del sistema previdenziale pubblico stanno portando l'Italia verso un modello di welfare caratterizzato dalla compartecipazione di soggetti pubblici e privati nell'erogazione delle prestazioni pensionistiche. Ai fondi pensione e agli enti di previdenza privati è affidata una importante funzione sociale, quella di affiancare lo Stato e gli altri operatori pubblici nel sostenere il benessere degli individui nella fase anziana.

In Italia lo sviluppo delle politiche di protezione sociale appare, tuttavia, fortemente condizionato dai vincoli di bilancio. L'obiettivo di un progressivo riequilibrio del bilancio pubblico è destinato a influenzare le politiche di sviluppo del welfare nei prossimi anni. Il quadro macroeconomico attuale, caratterizzato da una fase di sostanziale stagnazione, ha limitato le possibilità di sviluppo della previdenza integrativa. La prospettiva del perdurare di livelli contenuti dei tassi rende inoltre necessario un ripensamento nelle politiche di investimento dei fondi pensione italiani che destinano una percentuale assai limitata del portafoglio complessivo al mercato azionario e presentano una notevole concentrazione degli investimenti nel mercato obbligazionario caratterizzato dalla prevalenza di tassi di rendimento molto contenuti.

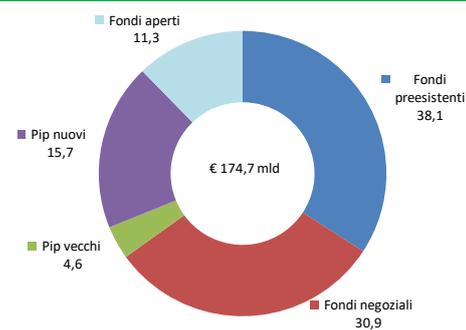
Fondi pensioni italiani: iscritti e risorse destinate alle prestazioni



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Covip

Risorse destinate alle prestazioni: ripartizione per tipologia di fondi

(giu-2019; quote %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Covip

In Italia a tredici anni dalla riforma della previdenza complementare, che ha introdotto il meccanismo del "silenzio-assenso" per il trasferimento del Tfr ai fondi pensione, il secondo pilastro ha evidenziato un considerevole sviluppo sia in termini di patrimonio gestito che nel numero degli iscritti. Rispetto a prima della riforma le attività gestite dai fondi pensione risultano più che triplicate raggiungendo circa 175 mld di euro dai 52 mld di euro del 2006 mentre il numero degli aderenti, pari attualmente a 8,9 mln è più che raddoppiato rispetto ai 3,2 mln di iscritti prima della riforma.

Uno dei temi che ha accompagnato l'evoluzione del mercato è stata una certa riluttanza da parte dei lavoratori italiani a rinunciare al Tfr, ritenuto più flessibile e meno rischioso degli altri strumenti della previdenza integrativa. Questa idea è ancora piuttosto diffusa nonostante le progressive modifiche nello statuto dei fondi abbiano reso i due strumenti assimilabili in termini di flessibilità e i rendimenti dei fondi in un orizzonte di medio periodo siano risultati in molti casi superiori a quelli derivanti dalla rivalutazione del Tfr. Anche il meccanismo del silenzio-assenso ha fornito nel tempo un sostegno limitato. Nel corso del 2018 le nuove adesioni di lavoratori dipendenti per il

conferimento tacito del Tfr sono rimaste contenute: circa 17.900, per la quasi totalità confluite nei fondi negoziali. Dal 2007, anno di avvio della riforma della previdenza complementare, le adesioni tacite raccolte dalle forme pensionistiche si attestano a circa 290.000.

Nel 2018 il flusso complessivo di Tfr generato nel sistema produttivo può essere stimato in circa 26,4 miliardi di euro; di questi, 14,5 miliardi sono rimasti accantonati presso le aziende, 6 miliardi versati alle forme di previdenza complementare e 6 miliardi destinati al Fondo di Tesoreria. Dall'avvio della riforma, la ripartizione delle quote di Tfr generate nel sistema produttivo fra i diversi utilizzi è rimasta pressoché costante: circa il 56% dei flussi resta accantonato in azienda, il 21% viene annualmente versato ai fondi di previdenza complementare e il residuo viene destinato al Fondo di Tesoreria. Complessivamente dal 2007 il Tfr versato nelle casse della previdenza complementare ammonta a 62 mld di euro.

Nonostante la crescita progressiva e l'impulso derivante dai flussi di Tfr, in valori assoluti le dimensioni del sistema di previdenza integrativa appaiono ancora ridotte sia nel confronto internazionale sia rispetto alle iniziali intenzioni del Governo e delle istituzioni che miravano a un più rapido incremento nei tassi di adesione in risposta alla progressiva riduzione del sistema pensionistico di base. A giugno del 2019 il numero delle adesioni, al netto dei casi di iscrizione a più forme complementari, ammontano a 8,1 mln, pari a poco più del 30% della forza lavoro, se si considerano gli iscritti che hanno versato contributi nel 2018, il tasso di partecipazione scende, tuttavia, al 22,7%.

Complessivamente le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa il 9,5% del Pil e il 4% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se pari a quasi tre volte quello del 2006. Prima dell'avvio della riforma tali percentuali risultavano infatti pari, rispettivamente, al 3,5% e all'1,5%.

L'asset allocation e i rendimenti dei fondi pensione nel medio e lungo periodo

A giugno 2019 le risorse destinate alle prestazioni ammontavano a 175 mld di euro, in aumento di 4,5 punti percentuali rispetto a dicembre 2018. Il patrimonio riferibile ai fondi pensione preesistenti è prossimo a 60 mld di euro, mentre 54 mld di euro risultano gestiti dai fondi pensione negoziali e 21 mld dai fondi pensione aperti. Il patrimonio amministrato dai Pip nuovi è pari 33 mld di euro, mentre quello riferibile ai Pip vecchi sfiora i 7 mld di euro.

In termini di *asset allocation* il patrimonio gestito dalla previdenza complementare presenta una marcata concentrazione nel comparto obbligazionario. La composizione del patrimonio riflette la preferenza degli aderenti di tutte le fasce di età per profili di rischio molto contenuti, tradizionalmente associati agli investimenti obbligazionari e monetari. Circa il 59% del patrimonio è investito in titoli di debito, i titoli di capitale costituiscono il 16% e le quote di OICR circa il 14%. Rispetto all'anno precedente la quota dei titoli di Stato è di poco aumentata arrivando al 41,7%.

Tra i diversi emittenti governativi, è proseguita la diminuzione del peso dei titoli di Stato italiani, dal 22,7 al 21,4%. Considerando solo il portafoglio dei titoli di Stato, i titoli del debito pubblico italiano costituiscono oltre il 50% del portafoglio; tra gli altri principali emittenti sovrani dell'area dell'euro, i titoli spagnoli hanno la quota maggiore con l'11,4%, seguono i titoli francesi con il 9,3% e quelli tedeschi con il 5,7%. Al di fuori dell'area dell'euro, il paese maggiormente rappresentato sono gli Stati Uniti i cui titoli governativi hanno assunto un valore pari al 7,2% del portafoglio.

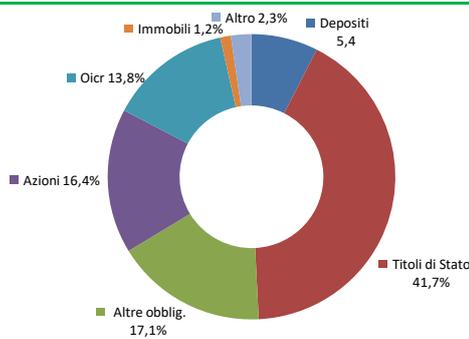
Le obbligazioni *corporate* si attestano al 17,1 per cento del patrimonio, mentre i titoli di capitale evidenziano il 16,4%. Complessivamente l'esposizione azionaria, calcolata includendo anche i titoli di capitale detenuti per il tramite degli OICR e le posizioni in strumenti derivati, si è attestata nel 2018 al 23,4% in calo di circa due punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Completano il quadro degli investimenti finanziari i depositi, comprensivi della liquidità e delle operazioni di pronti contro termine che totalizzano una quota pari a circa il 7,5% del totale per un controvalore prossimo ai 10 mld di euro

Gli investimenti immobiliari ammontano a 3,5 mld di euro di cui 1,6 mld di investimenti diretti, presenti esclusivamente nei fondi pensione preesistenti per i quali la normativa concede un regime di deroga al divieto di detenzione diretta. La parte rimanente, poco meno di due mld di euro, consiste invece in partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi immobiliari.

Asset allocation dei fondi pensione in Italia

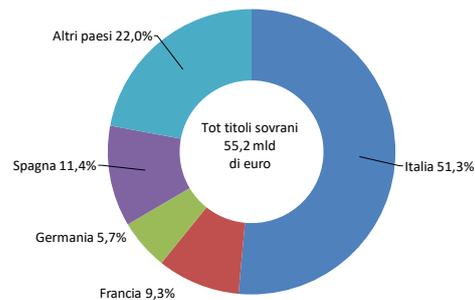
(quote % sul totale; valori a fine 2018)



Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL su dati Covip

Composizione del portafoglio titoli governativi dei fondi pensione

(quote %; 2018)



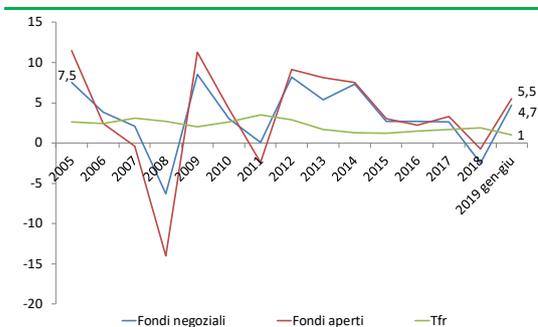
Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL su dati Covip

Il particolare contesto economico ha imposto ai fondi una rimodulazione delle strategie di investimento che ha sortito effetti evidenti nel comparto obbligazionario. In particolare è possibile osservare una maggiore diversificazione del portafoglio tra le diverse categorie di titoli, sospinta dal prolungarsi del periodo di bassi tassi di interesse che, oltre a portare i rendimenti alla scadenza ai minimi storici, ha compresso le prospettive di guadagno in conto capitale. In termini di patrimonio negli ultimi cinque anni il peso degli investimenti in titoli di Stato è sceso di 8,5 punti percentuali. In particolare la percentuale di titoli di Stato italiani si è ridotta di quasi sei punti percentuali mentre quella relativa agli altri titoli di Stato di 2,5 punti. A fronte della riduzione dei titoli di Stato, la quota di titoli di debito *corporate* è salita di sei punti.

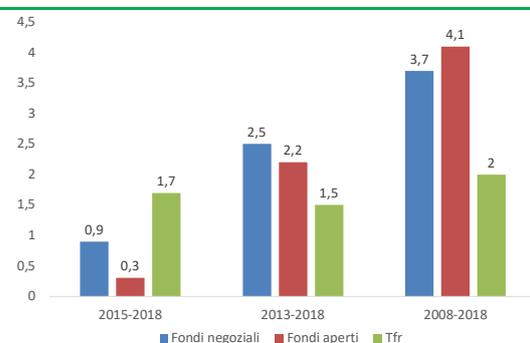
Parallelamente si è registrata una riduzione degli investimenti delle forme complementari nell'economia italiana, ossia in titoli emessi da residenti in Italia e in immobili. Nel 2018 gli investimenti sull'Italia sono stati pari a 36,7 miliardi di euro, rispetto al 2017 si osserva una diminuzione dell'incidenza percentuale sul patrimonio, passata dal 29,9 al 27,7 per cento, in gran parte dovuta alla riduzione del peso dei titoli di Stato. Gli investimenti non domestici si attestano a 83,1 miliardi di euro, pari al 62,7 per cento del patrimonio.

In termini di rendimenti la prima metà del 2019 ha evidenziato risultati positivi. Nel primo semestre dell'anno i mercati finanziari hanno fatto segnare significativi recuperi dopo l'andamento non positivo registrato nel 2018. Il peggioramento delle prospettive di crescita globale e le attese di un prolungamento della fase di espansione monetaria hanno portato ad una riduzione dei rendimenti delle obbligazioni governative per tutti i principali paesi emittenti. Per quanto riguarda i titoli italiani, ampiamente presenti nei portafogli dei fondi, i premi per il rischio sovrano hanno mostrato ampie oscillazioni tendendo alla riduzione a partire dall'ultima parte del semestre. Sui listini azionari, pur con oscillazioni di rilievo, i prezzi sono risaliti in modo generalizzato rispetto ai valori di fine 2018.

Rendimenti dei fondi pensione
(valori %)



Rendimenti medi annui dei fondi pensione a 3, 5 e 10 anni
(valori %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Covip

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Covip

Le tendenze osservate si sono riflesse sui risultati delle forme pensionistiche complementari portando a rendimenti aggregati, al netto dei costi di gestione e della fiscalità, ampiamente positivi. Il primo semestre del 2019 ha fatto registrare rendimenti positivi per tutte le categorie di fondi: +4,7% per i fondi negoziati, +5,5% per quelli aperti, +0,5% per le gestioni separate dei Pip nuovi e +6,9% per i PIP nuovi unit linked (grazie soprattutto al +10,1% della componente azionaria. Al di là del risultato a breve termine, l'aspetto maggiormente rilevante dei fondi pensione come forma di risparmio attiene alle performance di lungo periodo. Anche in un arco di osservazione più ampio i rendimenti risultano largamente positivi. Nel periodo compreso tra fine 2008 e fine 2018, i rendimenti medi annui sono risultati pari al 3,7% nei fondi negoziati, al 4,1% per i fondi aperti, al 2,7% per i PIP di ramo III. Nello stesso periodo, la rivalutazione media annua composta del Tfr è stata pari in media al 2%.

Oltre alla dinamica dei rendimenti resta da tenere nella dovuta considerazione anche il tema relativo ai costi. L'onerosità delle diverse forme pensionistiche può essere misurata da un indicatore introdotto dalla Covip e denominato ISC (Indicatore Sintetico dei Costi) che esprime in modo semplice l'incidenza percentuale dei costi sostenuti annualmente da un iscritto sulla propria posizione individuale accumulata.

In considerazione della possibile durata del periodo di partecipazione, e dato il processo di accumulazione che connota l'investimento, gli oneri che accompagnano la partecipazione alla forma possono avere un impatto rilevante sulla prestazione finale. È stato calcolato ad esempio, ipotizzando che dopo un periodo di partecipazione di 35

anni il capitale accumulato sia di 100.000 euro, un ISC del 2% invece che dell'1% comporta una riduzione del capitale di circa il 18%.

Il mercato italiano, rispetto ad altri, presenta una forbice di costi tra le varie tipologie di fondi ancora piuttosto elevata. Uno stimolo a rivedere la struttura dei costi potrebbe derivare dall'introduzione sul mercato dei fondi Pepp, gli schemi pensionistici paneuropei, per i quali sono previsti dei limiti di costo più contenuti rispetto a quelli ora prevalenti sul mercato.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

