



XVII Itinerario Previdenziale

**Recuperare «valore»: un percorso
lungo e non facile**

Alberto Brambilla

Presidente Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

26-29 settembre 2023, Sardegna

itinerariprevidenziali.it

Follow us on    

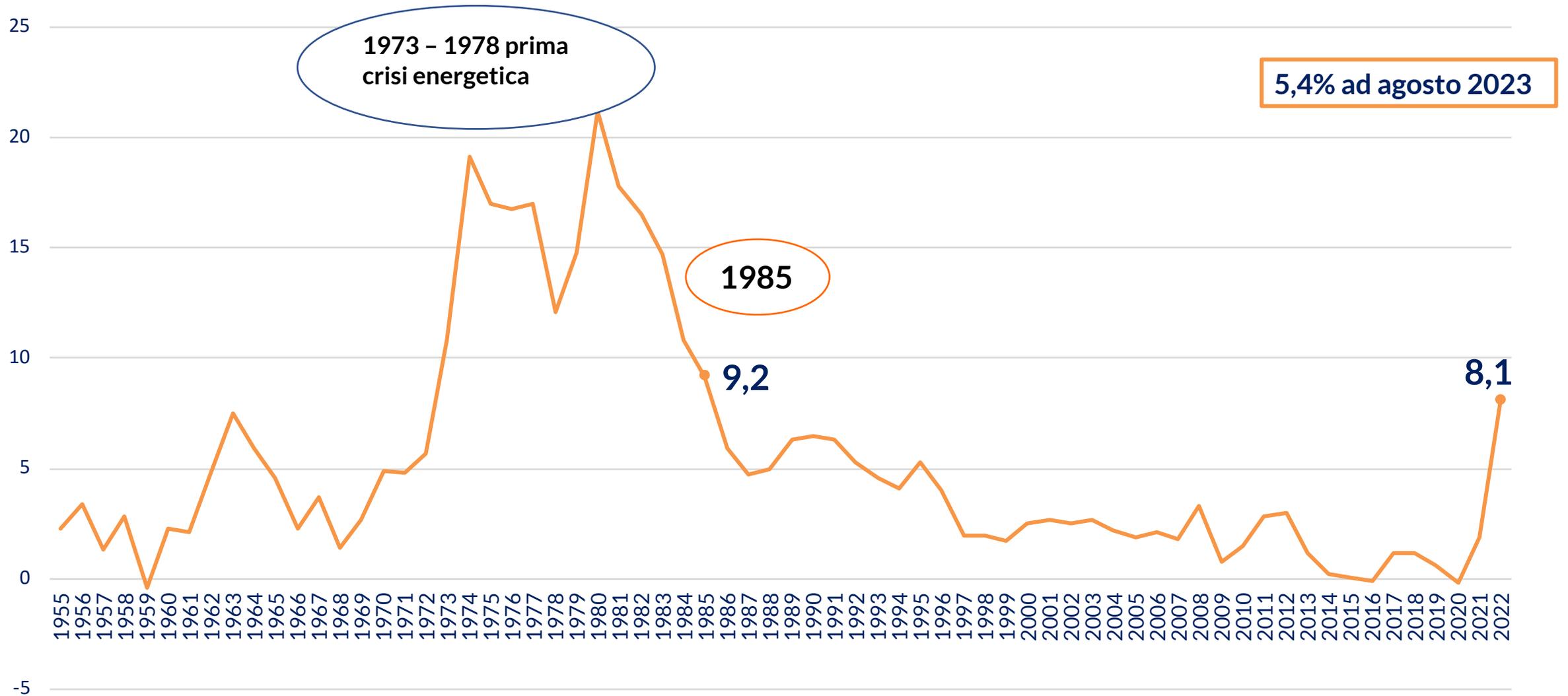
Recuperare «valore» un percorso lungo e non facile

- ❖ Già in occasione del XV Itinerario Previdenziale "Finanza alternativa tra rischio e rendimento: si torna alle origini?", di scena a Sorrento nel 2021, affievolitasi la pandemia da COVID-19, i temi in discussione erano stati **inflazione, Patto di Stabilità e Quantitative Easing**, tre variabili che avrebbero (e così in buona parte è stato) potuto condizionare pesantemente investimento e sviluppo nei mesi successivi. **Soprattutto il tema dell'inflazione è tornato prepotentemente protagonista** nel 2022 a Bari, quando si è discusso di spinta inflattiva, tapering monetario e possibili conseguenze per i patrimoni istituzionali;
- ❖ **Oggi siamo ai consuntivi.** I rendimenti nel 2022 sono stati tra i peggiori degli ultimi 15 anni sia per le gestioni ordinarie sia per quelle istituzionali, con un segno meno che rasenta il 7-10%. Lo scorso anno, tuttavia, non è stato caratterizzato solo da una crisi dei mercati finanziari come quella del 1929, con la Grande Depressione; **il 2022 è stato semmai più simile alla crisi inflazionistica del 1973/74**, causata dall'incremento dei prezzi energetici (la prima crisi energetica dei tempi moderni). Una crisi che ha generato una perdita in termini di valori reali dei patrimoni istituzionali che si aggira intorno al 9/10%. Pagare le pensioni oggi costa oltre il 7% in più, perché occorre rivalutarne gli importi ma i patrimoni a cui attingere per pagarle si sono ridotti in termini reali. Per capirci, solo per l'INPS l'aumento di costo è pari a circa 18 miliardi.

Recuperare «valore» un percorso lungo e non facile

- ❖ Allora, negli anni Settanta, la ripresa fu lunga e la stagnazione dei rendimenti durò una decina di anni, con un'inflazione che restò sopra il 5% fino al 1987. Anche la crisi delle dot-com, seguita da quella dei subprime tra il 1999 e il 2010, fu pesante per i mercati finanziari e durò oltre 10 anni ma l'inflazione rimase abbondantemente sotto il 2,5% e i rendimenti obbligazionari costantemente sopra il 4%;
- ❖ Fino al 2022 si sono susseguite molte crisi dei mercati: 2018 negativo e 2019 positivo; 2020 negativo e 2021 positivo, giusto per fotografare gli ultimi 5 anni. In linea di massima, si è trattato di eventi a V o a U con perdite e successivi rapidi recuperi. **Quella del 2022 è una crisi doppia:** di rendimenti e di valore che necessiterà di molto tempo per poter essere recuperata; e lo sarà solo se si ridurrà l'inflazione al di sotto del 2,5% e i mercati obbligazionari resteranno ancora per qualche anno sopra il 4%;
- ❖ Fondamentali saranno le proposte del mercato nei settori obbligazionario e azionario e così pure, per accelerare il percorso di ripresa senza per questo aumentare i budget di rischio, gli investimenti in asset reali e nelle quattro grandi transizioni: demografica con la Silver Economy, digitale, energetica ed ecologica.

L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1955 al 2022

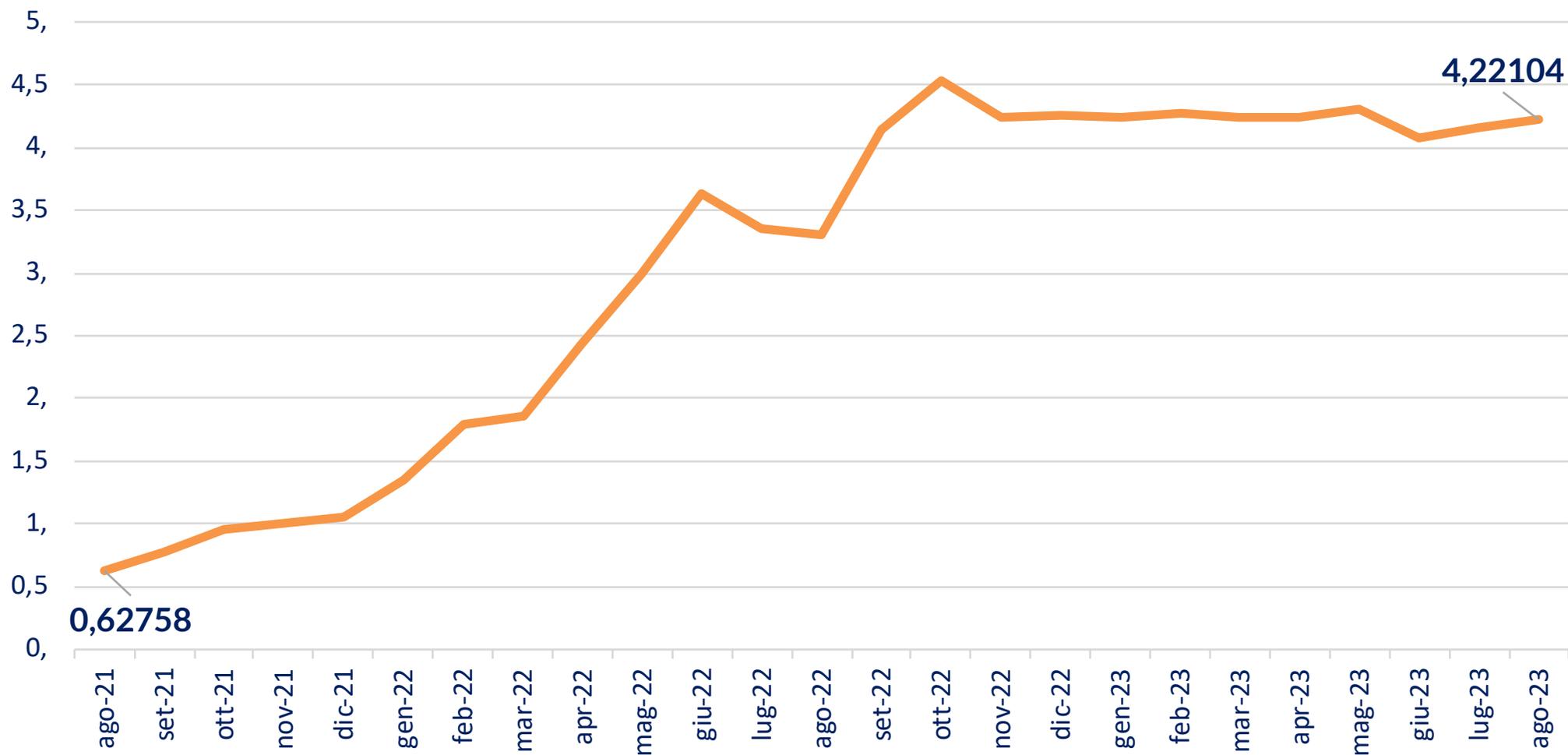


Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

I fattori di rischio oltre l'inflazione

- i. **Rialzo dei tassi di interesse:** a gennaio del 2021 il BTP decennale rendeva lo 0,65% lordo mentre nell'ultima asta di fine agosto è stato raggiunto il 4,2%;
- ii. **mercati azionari volatili e pesanti:** dopo il consistente recupero del 2021, nel 2022 i mercati finanziari, tanto sul fronte azionario quanto su quello obbligazionario, hanno sofferto a causa del moltiplicarsi dei diversi fattori di rischio (geopolitica, inflazione, rialzo tassi di interesse...), segnando **performance annuali negative sulle principali borse: FTSE MIB -12%, STOXX600 -12%, MSCI ALL-WORD -20%, S&P500 -19,24%, NASDAQ -33,03%**;
- iii. **riduzione delle politiche monetarie accomodanti di FED e BCE:** la prima ha avviato la stretta monetaria aumentando i tassi di interesse di 25 punti base nella riunione del FOMC a marzo 2022, di 50 in quella di maggio, di ulteriori 75 a giugno, nuovamente di 75 a fine luglio, di altri 75 il 21 settembre, proiettando così il livello dei tassi di interesse tra il 3% e il 3,25% entro la fine del 2022 e iniziato a ridurre il proprio bilancio dopo i massicci acquisti durante periodo pandemico; nel 2023 è proseguito il rialzo ma un ritmo meno elevato: 25 p.b. nell'ultima riunione di luglio 2023. Più graduale invece il percorso della BCE che ha previsto una riduzione degli acquisti netti mensili fino al termine del piano PAA avvenuto il 1 luglio 2022, alla fine dello stesso mese è stato effettuato un primo incremento dei tassi di interesse pari a 50 punti base, al quale è seguito quello storico di settembre con un aumento di 75 punti base; nel nuovo anno anche la BCE ha proseguito a un ritmo di + 25 p.b.

Il rendimento del BTP decennale



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

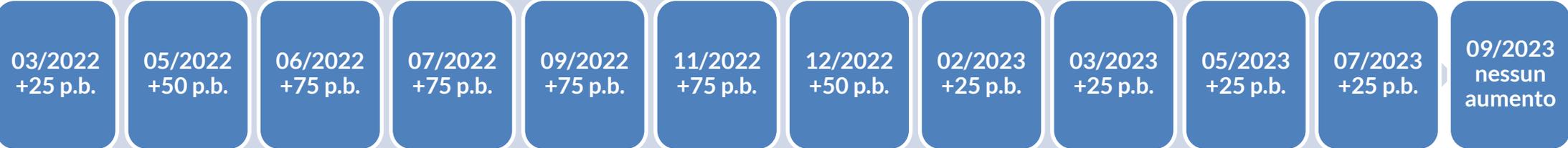
Le scelte di politica monetaria della FED e della BCE nell'ultimo anno

BCE



Tassi 4,5-4,75-4%

FED



Tassi 5,25-5,5%

Le sfide per gli investitori istituzionali: i rendimenti

- **Nel 2022**, rispetto ai rendimenti obiettivo, per la prima volta dopo molti anni, gli investitori istituzionali hanno conseguito rendimenti inferiori; sezionando i fondi pensione per linee di investimento, i comparti azionari hanno risentito maggiormente dell'andamento negativo dei mercati, con perdite nell'ordine dell'11-13%, ma anche i comparti obbligazionari hanno subito perdite consistenti (tra il 3,5% e il 10,9%);
- Valutando la redditività su orizzonti temporali più coerenti con il risparmio previdenziale, la buona diversificazione degli investimenti ha consentito di mantenere un vantaggio nella media a 10 anni sia per i rendimenti composti sia per quelli cumulati, su inflazione e media quinquennale del PIL, pareggiando il rendimento del TFR mentre sui 3 e 5 anni, nonostante il rendimento positivo a tre anni dei fondi preesistenti tutte le forme presentano rendimenti inferiori a quelli del TFR anche se, con il beneficio fiscale, il rendimento complessivo del trattamento investito in FP migliora;
- ✓ **Nei primi sei mesi del 2023** gli investitori istituzionali registrano in media risultati positivi (3,2% per i FPN, 4,6% per i Fondi Aperti e 4,8% per i PIP di ramo III, 0,6% per le gestioni separate), in particolare nelle gestioni con una maggiore esposizione azionaria, recuperando le perdite rilevate nel corso del 2022.

I rendimenti a confronto

	I sem 2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	Rendimento medio annuo composto			Rendimento cumulato		
											3 anni	5 anni	10 anni	3 anni	5 anni	10 anni
Fondazioni di origine Bancaria	—	3,5	5,7	3,6	6,5	2,7	5,3	3,4	3,4	5,5	4,3	4,4	4,3	13,3	24,0	52,5
Fondi negoziali	3,2	-9,8	4,9	3,1	7,2	-2,5	2,6	2,7	2,7	7,3	-0,8	0,4	2,2	-2,4	2,0	24,8
Fondi preesistenti	—	-4,4	4,1	2,6	5,6	-0,2	3,2	3,3	2,0	5,0	0,7	1,5	2,5	2,1	7,6	27,7
Fondi aperti	3,2	-10,7	6,4	2,9	8,3	-4,5	3,3	2,2	3,0	7,5	-0,7	0,2	2,5	-2,2	1,1	27,8
PIP - Gestioni separate	0,6	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,1	2,5	2,9	1,3	1,4	2	-2,0	2,8	33,1
PIP - Unit linked	4,8	-11,5	11	-0,2	12,2	-6,5	2,2	3,6	3,2	6,8	-0,6	0,6	2,9	23,0	29,0	66,9
Rivalutazione TFR	0,8	8,3	3,6	1,2	1,5	2,0	2,0	1,5	1,2	1,3	4,3	3,3	2,4	13,5	17,4	26,4
Inflazione	—	8,1	1,9	-0,2	1,0	1,2	1,1	-0,1	0,1	0,0	3,2	2,3	1,4	9,9	11,8	14,4
Media quinquennale PIL	—	1,0	0,1	2,0	1,9	1,3	0,6	0,6	0,6	-0,3	1,0	1,2	0,8	3,1	6,4	8,1

*Per i fondi pensione si tratta dei rendimenti netti annui composti tratti dalla Relazione COVIP per l'anno 2022, ossia al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva (TFR compreso). Per le Fondazioni di origine Bancaria si tratta del rapporto tra proventi totali, al netto della relativa tassazione, e il patrimonio medio a valori di libro, quindi proventi netti/(patrimonio netto inizio esercizio + patrimonio netto fine esercizio)/2.

I rendimenti delle forme pensionistiche complementari al 31/12/2022 (valori in %)

Fondi Pensione Negoziali	-9,8	Fondi Pensione aperti	-10,7	PIP "nuovi"		RENDIMENTI OBIETTIVO	
Garantito	-6,1	Garantito	-7,2	Gestioni separate	1,2	Rivalutazione TFR	8,3
Obbligazionario Puro	-3,5	Obbligazionario Puro	-10,9	Unit Linked	-11,5	Inflazione	8,1
Obbligazionario Misto	-10,3	Obbligazionario misto	-7,6	Obbligazionario	-5,2	Media quinquennale del PIL	1,01
Bilanciato	-10,5	Bilanciato	-11,5	Bilanciato	-12,3		
Azionario	-11,7	Azionario	-12,5	Azionario	-13,2		

I rendimenti delle forme pensionistiche complementari al 30/06/2023 (valori in %)

Fondi Pensione Negoziali	3,2	Fondi Pensione aperti	4,6	PIP "nuovi"		RENDIMENTI OBIETTIVO	
Garantito	1,2	Garantito	1,9	Gestioni separate	0,6	Rivalutazione TFR	0,8
Obbligazionario Puro	0,7	Obbligazionario Puro	1,4	Unit Linked	4,8	Inflazione	---
Obbligazionario Misto	3,5	Obbligazionario misto	1,7	Obbligazionario	0,9	Media quinquennale del PIL	---
Bilanciato	3,4	Bilanciato	4,8	Bilanciato	3,7		
Azionario	6,0	Azionario	7,6	Azionario	7,2		