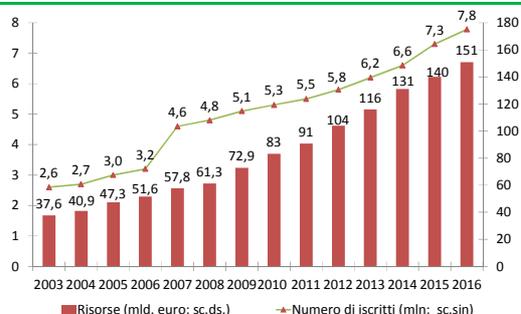


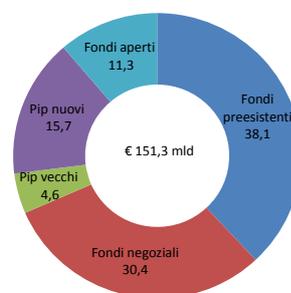
Fondi pensioni italiani: iscritti e risorse destinate alle prestazioni



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Covip

Risorse destinate alle prestazioni: composizione

(2016; quote %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Covip

Orizzonte Europa: la congiuntura economica mondiale migliora grazie all'accelerazione della ripresa in Europa e al recupero degli scambi internazionali. Si apre una finestra di opportunità per consolidare il ruolo economico e geopolitico dell'Unione economica e monetaria. La valutazione quinquennale dell'esperienza maturata nei primi anni di applicazione del Fiscal Compact può rappresentare un'occasione sostanziale di cambiamento.

In Italia a dieci anni dalla riforma della previdenza complementare il patrimonio gestito è quasi triplicato e gli aderenti più che raddoppiati. Complessivamente le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa il 9% del Pil e il 3,6% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se più che doppio rispetto a quello del 2006.

Le **scelte d'investimento dei fondi pensione italiani** privilegiano le attività domestiche che ammontano a poco meno del 30% del totale. Molto più ridotta appare la componente di finanziamento indirizzata alle imprese italiane che ammonta complessivamente al 3% del patrimonio.

n. 26

13 luglio 2017



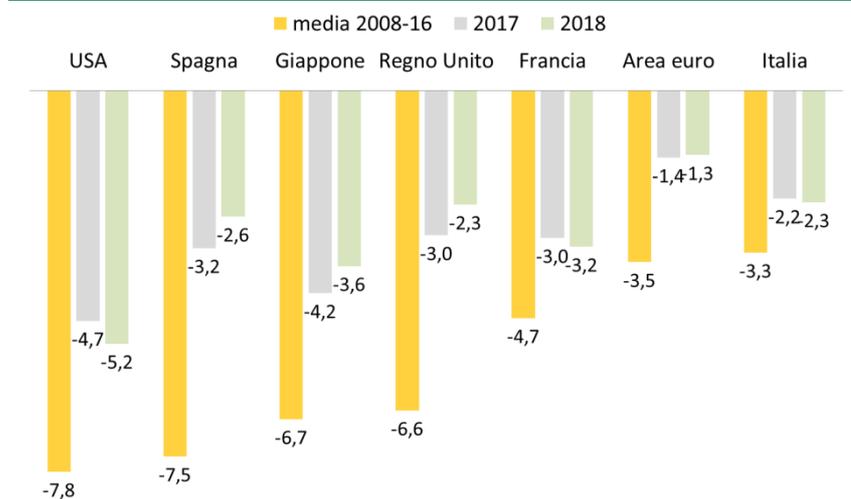
BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Editoriale: Orizzonte Europa

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

Deficit pubblico in percentuale del PIL (%)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Commissione Europea

Al tempo dei “social media” l’economia è sostanza ed è narrazione. Non che in passato fosse molto diverso. Ma la velocità e diffusione delle nuove modalità di comunicazione rendono l’intreccio tra i due piani ancor più difficile da districare. I “tweet” dei policy-maker, se non anche i “post” di “blogger” ed “influencer”, si aggiungono per indirizzare e plasmare la lettura dei mercati. I “tweet” arrivano immediati, ma la narrazione rischia a volte di rimanere indietro rispetto all’evoluzione reale della congiuntura. È quanto verosimilmente accade nell’attuale frangente.

Per oltre un semestre la narrazione sullo stato di salute dell’economia mondiale ha sviluppato un canovaccio relativamente univoco. Quello di una crescita globale a trazione americana. È stato il tempo del “MAGA”, l’efficace acronimo lanciato da Trump in campagna elettorale sull’obiettivo di tornare a rendere l’America grande. Make America great again. I mercati ci hanno creduto, e in buona misura continuano a crederci. Ma la sostanza dei nuovi numeri che la congiuntura propone suggerisce la possibilità di una narrazione, se non alternativa, diversa. Oggi non è più e solo l’America a muoversi per tornare grande.

Intorno agli USA c’è un panorama di elementi non negativi che meritano attenzione. Il commercio internazionale che torna a crescere a ritmi del quattro per cento, il doppio rispetto ai minimi dello scorso anno. Economie emergenti che spingono senza clamore, ma con consistenza. Una deflazione che gli esperti ora giudicano solo un “rischio di coda”, non essendo quindi più il nemico pubblico numero uno. Un’Europa, soprattutto,



che quasi a nostra insaputa si rimette a marciare a ritmi ben superiori al previsto. Lo dicono le previsioni del Consensus: solo sei mesi fa le previsioni di crescita sugli USA erano di un cinquanta per cento maggiori di quelle sull'area euro. Oggi per entrambi i contendenti i pronostici convergono su una crescita del 2 per cento, ma con correzioni al ribasso per gli USA e revisioni al rialzo per l'Unione monetaria.

Peccato che l'Europa non abbia un "blogger" o anche solo un bravo pubblicitario a lavorare per lei. Al "MAGA" degli americani, oggi gli europei potrebbero con ragione rispondere con un bel "MEGA". Make Europe Great Again. Rendiamo l'Europa grande ancora. È qualcosa che si legge nella filigrana dei numeri. Ma è una ripartenza che va assolutamente consolidata, credendoci, estendendo l'orizzonte delle politiche e usando tanto buon senso.

Al di là delle previsioni, la riscossa dell'economia europea su quella americana è figlia di una sfasatura ciclica. Negli USA la fase espansiva è entrata nel nono anno e l'economia marcia a tassi di pieno impiego della forza lavoro. Difficile fare di più e fare di meglio. Difficile anche procedere oltre sul fronte della dilatazione del deficit pubblico. Nella media degli anni che vanno dal 2008 al 2016 il deficit pubblico americano ha marcato un pingue 7,8 per cento del PIL e ancora quest'anno potrebbe avvicinarsi al cinque per cento del prodotto. La stessa Amministrazione Trump se ne sta rendendo conto visto che il piano di bilancio presentato al Congresso lo scorso 23 maggio si propone di portare entro il 2027 in pareggio il saldo federale e di ricondurre entro lo stesso orizzonte al di sotto del 60 per cento il rapporto tra debito pubblico e PIL. Per memoria, negli USA il "ratio" tra debito pubblico e prodotto è salito dal 65 per cento del 2007 al 108 per cento del 2017.

Anche per l'America il gioco si fa più difficile e i policy maker dovranno imparare a crescere con poca spinta esogena, ricomponendo il bilancio pubblico piuttosto che dilatandolo. Una lezione che in Europa conosciamo da tempo, visto che negli anni che vanno dal 2008 al 2016 il deficit pubblico dell'Eurozona si è fermato in media al 3,5 per cento del PIL, appena mezzo punto al di sopra di quella che era la vecchia, ma efficace soglia del Trattato di Maastricht. In Italia abbiamo saputo fare addirittura meglio, essendoci il nostro deficit attestato nella media degli ultimi nove anni al 3,3 per cento del PIL. Se in Italia avessimo alzato il deficit pubblico al rapporto sul PIL degli americani – che, per inciso, è la misura raggiunta tra il 2008 e il 2016 anche dagli spagnoli – in ciascuno degli ultimi nove anni il nostro bilancio pubblico avrebbe avuto a disposizione una settantina di miliardi in più all'anno. Avremmo potuto fare tante cose in più per accelerare la ripresa. Ma avremmo anche dilatato oltre misura il rapporto tra debito pubblico e PIL, rendendo molto vulnerabile qualsiasi scenario per un ritorno durevole allo sviluppo.

Per costruire un'Europa grande e soprattutto un'Europa unita, per abbattere gli insostenibili tassi di disoccupazione giovanile che piagano la ripresa non solo in Italia, per rispondere alle sfide strutturali del cambiamento demografico, climatico, tecnologico e migratorio, la via non può essere certo quella di crescere a debito. Allo stesso modo, però, questa opportunità unica di riscossa dell'Europa non può essere perduta per garantire il rispetto di un parametro contabile o di una soglia numerica. I

patti vanno rispettati, ma allo stesso modo la lettera di un patto non può essere scritta per sempre. Questo vale anche per il Trattato sulla Stabilità, il Coordinamento e la Governance dell'Unione Economica e Monetaria che, del resto, al suo ultimo articolo prevede, al più tardi entro cinque anni dalla data di entrata in vigore, "una valutazione dell'esperienza maturata in sede di attuazione".

Sottoscritto a marzo del 2012, il Fiscal Compact ha già compiuto cinque anni. Sta all'intelligenza e alla lungimiranza degli europei fare della prevista fase di valutazione quinquennale del Trattato un'occasione sostanziale di cambiamento. Per rendere l'Europa grande e utile. Per non perdere una finestra di opportunità difficilmente replicabile in futuro. Un nuovo "Orizzonte Europa". Senza buttare via i giusti principi di sobrietà fiscale, ma antepoendo il "labour gap" sofferto da milioni di giovani europei ai discutibili "output gap" calcolati dai tecnici.



La previdenza integrativa in Italia a dieci anni dalla riforma

S. Ambrosetti – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

In Italia a dieci anni dalla riforma della previdenza complementare, che ha introdotto il meccanismo del “silenzio-assenso” per il trasferimento del Tfr ai fondi pensione, si sono registrati significativi passi avanti. Il patrimonio gestito dalla previdenza complementare è quasi triplicato (da 52 mld di euro a oltre 150 mld) e gli aderenti più che raddoppiati (da 3,2 a 7,8 mln).

Complessivamente le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa il 9% del Pil e il 3,6% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se più che doppio rispetto a quello del 2006. Prima dell’avvio della riforma, a fine 2006, tali percentuali risultavano pari, rispettivamente, al 3,5% e all’1,5%. Rispetto alla forza lavoro, una platea potenziale di 25,8 milioni di unità, il tasso di partecipazione alla previdenza complementare ha raggiunto il 27,8%.

A poter contare su una copertura previdenziale di secondo livello sono soprattutto i lavoratori appartenenti alle classi di età più avanzate. In assenza di interventi che contrastino il calo demografico e in presenza di notevoli incertezze occupazionali, le prospettive per il welfare dei giovani millennials presentano delle criticità. Ai bassi tassi di sostituzione derivanti da una contribuzione discontinua si associa una partecipazione ridotta alla previdenza complementare. Solo il 15% della forza lavoro al di sotto dei 35 anni è iscritto a una forma pensionistica complementare.

Le scelte d’investimento dei fondi pensione italiani privilegiano le attività domestiche che, con uno stock pari a 35 mld di euro (di cui 31 mld di euro di titoli del debito pubblico italiano), ammontano a poco meno del 30% del totale. Molto più ridotta appare invece la componente di finanziamento indirizzata alle imprese italiane che ammonta complessivamente a 3,4 mld di euro. Il contributo dei fondi pensione alla copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane appare limitato nel confronto internazionale.

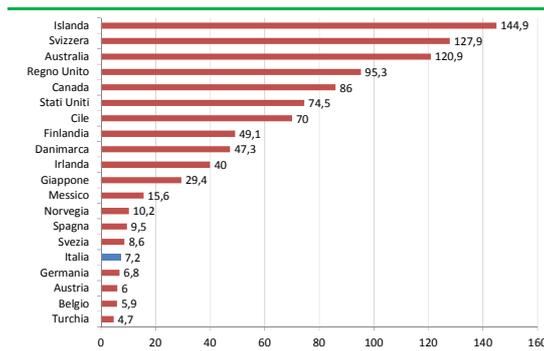
Per convogliare una maggiore quota del risparmio previdenziale nell’economia reale italiana, occorre superare alcuni limiti tecnici ed incentivare tra gli altri anche l’investimento in strumenti come i fondi chiusi attraverso i quali investire in private equity, mini-bond ed energie rinnovabili, presenti in misura marginale solo nel portafoglio di alcuni fondi pensione preesistenti.

La previdenza complementare svolge un ruolo molto diversificato tra i diversi sistemi economici. L’importanza del secondo pilastro appare inversamente correlata alla dimensione delle prestazioni offerte dalla componente pubblica. Nei paesi in cui il sistema pubblico ha offerto finora 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.

Ad alimentare un diverso grado di diffusione tra i paesi concorrono 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.

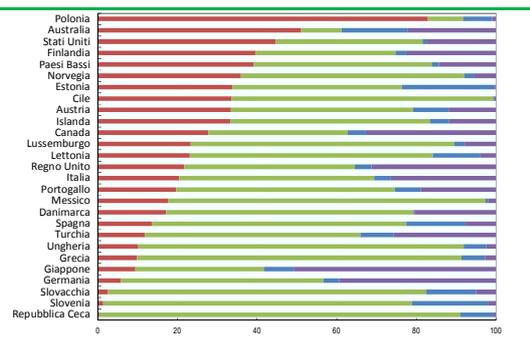
I dati recentemente diffusi dall'Ocse hanno evidenziato come nel 2016 gli investimenti in fondi pensione siano aumentati in 32 dei 35 paesi Ocse. Molti dei paesi caratterizzati da un più ampio sistema di fondi pensione hanno registrato un significativo incremento nel corso dell'anno. Gli investimenti sono aumentati di oltre il 4% in Australia, Canada Paesi Bassi, Svizzera e Stati Uniti. Di contro si è registrato un moderato decremento in Giappone e Regno Unito (-0,1%).

**Paesi Ocse: fondi pensione
in % del Pil**
(2016; val%)



Fonte: Ocse

**Paesi Ocse: asset allocation
dei fondi pensione**
(2016; quote %)



Fonte: Ocse

il peso degli investimenti dei fondi pensione in rapporto al Pil, nei paesi Ocse, ha raggiunto il 55,3%, permane tuttavia una grande disomogeneità. Alcuni paesi presentano valori superiori al 100% del Pil (Paesi Bassi 182%, Islanda 145%, Svizzera 128% e Australia 121%), altri come il Regno Unito (95%), e il Canada (86%) registrano un valore più contenuto ma comunque superiore alla media dell'area. Resta comunque un numero elevato di paesi appartenenti all'Ocse che presentano un rapporto tra attività dei fondi pensione e Pil inferiore al 20%.

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 60% 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 con 2,3 trilioni di Usd detiene una quota pari al 9%, all'Australia (5,8%), al Giappone (5,3%), ai Paesi Bassi e al Canada (5,2%).

Oltre che per l'ammontare di risorse gestite dai fondi pensione i diversi paesi presentano notevoli differenze anche in termini di *asset allocation*. Alcuni (tra cui il Regno Unito e gli Stati Uniti), tradizionalmente più inclini all'investimento in attività rischiose, presentano un'elevata concentrazione del patrimonio in titoli azionari.

In molti paesi appartenenti all'area Ocse le obbligazioni e i titoli azionari costituiscono le due principali classi di investimento. In 18 paesi sui 27 per cui i dati sono disponibili oltre il 75% del patrimonio è investito in queste attività. L'Australia e la Polonia sono i paesi in cui la componente azionaria raggiunge il valore più elevato superando il 50% seguiti dagli Stati Uniti con un valore superiore al 40%. Nel 2016 i fondi pensione hanno registrato complessivamente un andamento favorevole in quasi tutti i paesi con un rendimento positivo in media pari al 2% e superiore al 4% in 8 casi.

La previdenza integrativa nell'attuale scenario di mercato

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 fortemente condizionato dai vincoli di bilancio. L'obiettivo di un progressivo riequilibrio del bilancio pubblico è destinato a condizionare le politiche di sviluppo del welfare nei prossimi anni.

Il quadro macroeconomico, pur in progressivo miglioramento, ha limitato le possibilità di sviluppo della previdenza integrativa e le possibilità di gestione di portafoglio dei fondi pensione. L'area dell'euro evidenzia una crescita su ritmi ancora modesti, la presenza di alcuni elementi di debolezza e andamenti disomogenei fra i paesi dell'area. Per arrivare a un rafforzamento della ripresa sono state individuate alcune priorità tra cui: il rilancio degli investimenti, il passaggio di risorse finanziarie verso l'economia reale e il sostegno all'occupazione.

La Bce per contrastare il rischio deflazione e favorire il finanziamento dell'economia reale è intervenuta a più riprese e ha progressivamente ampliato la dimensione del programma di acquisto di titoli, attualmente fissato a 60 miliardi di euro al mese, ed esteso il programma fino a dicembre 2017. Queste misure hanno condizionato le attese circa l'evoluzione dei tassi. Nel settore della previdenza integrativa, hanno avuto un impatto sulle politiche di investimento dei fondi riducendo le aspettative di rendimento dei titoli a reddito fisso che costituiscono la porzione più rilevante del portafoglio delle forme pensionistiche complementari. La prospettiva del perdurare di livelli contenuti dei tassi rende necessario un ripensamento nelle politiche di investimento dei fondi pensione italiani che destinano una percentuale assai limitata del portafoglio complessivo al mercato azionario.

Una maggior diversificazione di portafoglio, oltre ad accrescere le possibilità di rendimento potrebbe fornire ulteriore impulso allo sviluppo del mercato di forme alternative di investimento quali: minibond, fondi di private equity, fondi di debito e veicoli di cartolarizzazione.

L'esigenza di finanziamento dell'economia reale, oltre al ripristino di condizioni favorevoli a una ripresa del credito bancario, passa per la promozione e lo sviluppo degli investimenti privati. In quest'ottica le forme pensionistiche possono assumere un ruolo rilevante disponendo, per loro natura, di risorse che possono impiegare con orizzonti temporali a medio e lungo termine. I fondi pensione presentano infatti un quadro stabile in merito alla natura e alla scadenza delle passività e alla regolarità e sostanziale prevedibilità dei flussi monetari.

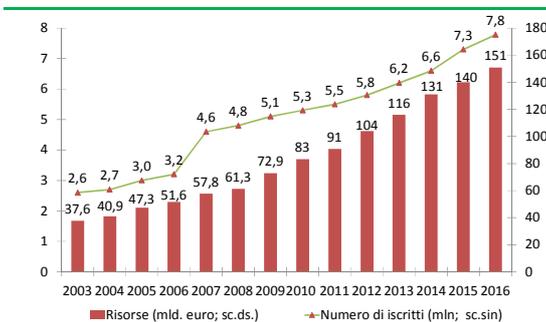
La previdenza integrativa in Italia: le adesioni e il patrimonio gestito

In Italia a dieci anni dalla riforma della previdenza complementare, che ha introdotto il meccanismo del "silenzio-assenso" per il trasferimento del Tfr ai fondi pensione, si sono registrati significativi passi avanti. Il patrimonio gestito dalla previdenza complementare è quasi triplicato (da 52 mld di euro a oltre 150 mld) e gli aderenti più che raddoppiati (da 3,2 a quasi 7,8 mln). In valori assoluti, tuttavia, le dimensioni del sistema di previdenza integrativa appaiono ancora ridotte sia nel confronto internazionale sia rispetto alle 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.

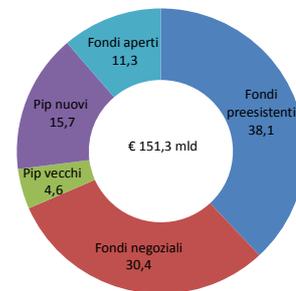
A dicembre 2016, in termini di dimensione patrimoniale, le risorse destinate alle prestazioni ammontano a 151,3 mld di euro, con un incremento rispetto al 2015 pari al 7,8%. Complessivamente le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa il 9% del Pil e il 3,6% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se più che doppio rispetto a quello del 2006. Prima dell'avvio della riforma, a fine 2006, tali percentuali risultavano infatti pari, rispettivamente, al 3,5% e all'1,5%.

Fondi pensioni italiani: iscritti e risorse destinate alle prestazioni



Risorse destinate alle prestazioni: composizione

(2016; quote %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Covip

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Covip

Circa il 40% di tali risorse è detenuto dalle forme pensionistiche preesistenti, il 30% dai fondi negoziali, il 20% dai PIP e la quota rimanente dai fondi aperti.

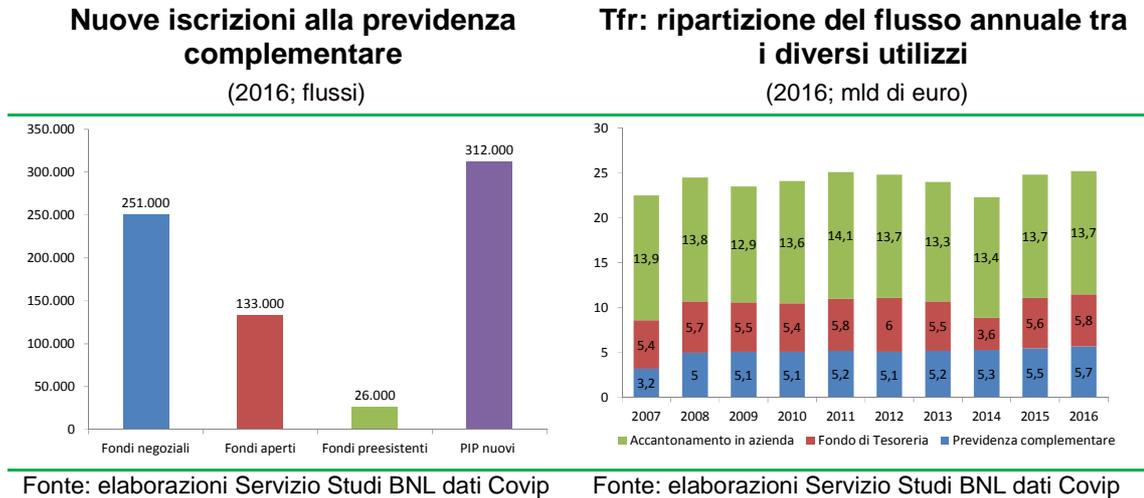
Gli iscritti alle forme pensionistiche complementari, a fine 2016 ammontano a circa 7,8 milioni, con un incremento del 7,6% rispetto a fine 2015. Questo dato non considera le duplicazioni derivanti da persone iscritte contemporaneamente a più di una forma complementare. Da quest'anno i dati Covip consentono di quantificare l'ammontare del fenomeno delle duplicazioni per effetto di un nuovo sistema di rilevazione e monitoraggio degli iscritti. Si è calcolato che gli iscritti a più forme previdenziali ammontino a circa 620 mila individui. Al netto delle duplicazioni gli iscritti alle forme di previdenza complementare in Italia possono essere stimati in 7,2 milioni.

Le nuove iscrizioni nel corso dell'anno hanno evidenziato una buona dinamica, arrivando a 691mila. Si tratta di un risultato interessante considerando che con l'eccezione del 2007 (anno di avvio della riforma) e del 2015 (adesione dei lavoratori del settore edile ai fondi di categoria) il flusso annuale delle nuove adesioni non aveva superato le 500mila unità.

Tra i diversi schemi previdenziali la maggior parte dei nuovi iscritti, circa 312mila, sono attribuibili ai PIP nuovi (piani integrativi previdenziali), che contano 2,6 milioni di aderenti e che hanno evidenziato un ritmo di crescita elevato ed analogo a quello dello scorso anno (+10%). Includendo anche i 411mila iscritti ai "vecchi" PIP ed eliminando le duplicazioni la platea degli aderenti arriva a 3,2 milioni di iscritti, un ammontare pari a oltre il 40% degli iscritti alle forme previdenziali complementari.

I fondi pensione aperti hanno consolidato i segnali di ripresa evidenziati lo scorso anno registrando nel 2016 il miglior risultato dell'ultimo decennio. Gli iscritti sono aumentati

di 133.000 unità (+9,5%), portando il totale degli aderenti alla fine del 2016 a quota 1,26 milioni. Un contributo significativo al rilancio è stato determinato dalla maggior spinta del canale bancario-assicurativo che presenta la quota di mercato più rilevante in termini di adesioni.



I fondi negoziali hanno registrato un afflusso pari a 251mila iscrizioni. Si tratta di un valore considerevole, alimentato tuttavia in modo significativo dalle adesioni contrattuali derivanti dagli accordi nel settore edile e in quello cartario. Al netto delle adesioni contrattuali il flusso di iscritti ammonta a 103mila unità, un valore comunque in notevole crescita rispetto ai 71mila iscritti del 2015. In valore assoluto gli iscritti ai fondi negoziali hanno raggiunto i 2,9 milioni, di cui circa 630mila derivanti dai meccanismi di adesione contrattuale istituiti a partire dal 2015.

Per arrivare al totale degli iscritti occorre considerare anche i 654mila iscritti ai fondi preesistenti e i circa 37mila iscritti a Fondinps, il fondo in cui è confluito tacitamente il Tfr dei lavoratori che non hanno una forma di previdenza complementare ed entro sei mesi dall'assunzione non hanno né scelto un fondo pensione in cui far confluire il proprio Tfr, né deciso di lasciarlo presso il proprio datore di lavoro.

Più in generale l'apporto fornito dal meccanismo delle adesioni tacite è risultato marginale, la percentuale di adesioni tacite è stata del 6% sul totale dei lavoratori dipendenti del settore privato aventi la possibilità di esercitare tale opzione. Dal 2007, anno di avvio della riforma, i lavoratori che hanno aderito sulla base del conferimento tacito del Tfr sono risultati circa 268.000, di cui 211mila nei fondi negoziali e 20mila in quelli preesistenti. Dei 37mila confluiti in Fondinps solo 6mila nel corso del 2016 hanno effettuato versamenti contributivi.

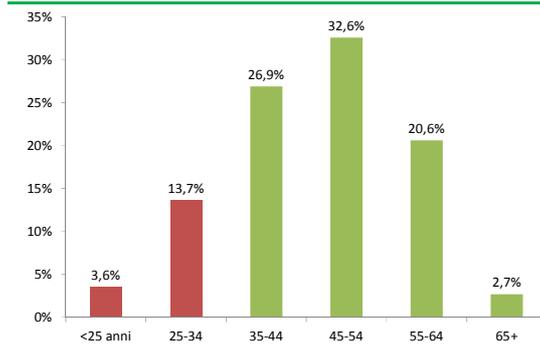
Nel 2016 si stima che il flusso di Tfr generato nel sistema produttivo ammonti a circa 25,2 mld di euro; di questi, 13,7 miliardi sono rimasti accantonati presso le aziende, 5,7 miliardi versati alle forme di previdenza complementare e 5,8 miliardi destinati al Fondo di Tesoreria. La ripartizione delle quote di Tfr generate nel sistema produttivo fra i diversi utilizzi è rimasta pressoché costante dall'avvio della riforma: circa il 55 per cento dei flussi resta accantonato in azienda, un quinto del Tfr viene annualmente versato ai fondi di previdenza complementare e il residuo viene indirizzato al Fondo di Tesoreria.

Rispetto alla forza lavoro, una platea potenziale di 25,8 milioni di unità, il tasso di partecipazione alla previdenza complementare ha raggiunto il 27,8% dal 26% del 2015.

La crescita del tasso di adesione, anche a fronte di un aumento di 300 mila unità della forza lavoro, registra un certo dinamismo da parte degli intermediari finanziari nel segmento delle adesioni individuali, tramite l'offerta di fondi pensione aperti e soprattutto di PIP. In rapporto al totale degli occupati, il tasso di adesione arriva al 31,5 per cento.

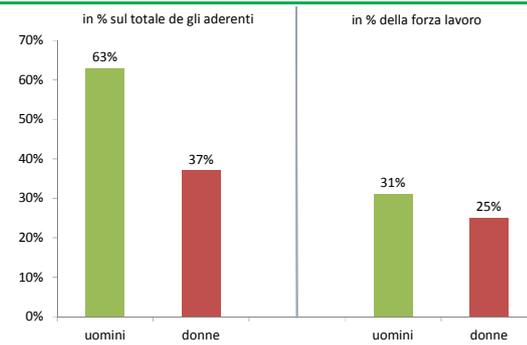
Tasso di partecipazione alla previdenza complementare

(2015; in % degli aderenti)



Tasso di partecipazione alla previdenza complementare

(2015; val%)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Covip

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL dati Covip

Per avere un quadro più fedele dell'effettivo livello di partecipazione alla previdenza complementare è possibile considerare i soli iscritti che alimentano regolarmente la propria posizione individuale. In Italia l'ammontare delle sospensioni contributive ha assunto, infatti, una dimensione rilevante. Nel corso del 2016 quasi 2 milioni di iscritti non hanno alimentato la propria posizione mediante il versamento dei contributi, 225.000 in più rispetto all'anno precedente. Di fatto nel 2016 un iscritto su quattro non ha effettuato versamenti. Il 20% degli iscritti non versanti presenta una posizione individuale nulla o irrisoria (al di sotto di 100 euro).

Se consideriamo solo le posizioni che nel 2016 hanno versato contributi il tasso di adesione rispetto agli occupati scende al 26,5 per cento. Si registra una notevole variabilità tra le diverse categorie di lavoratori; a fronte di un tasso di partecipazione del 30 per cento per i lavoratori dipendenti del settore privato, si scende al 10 per cento per quelli del settore pubblico. I lavoratori autonomi registrano invece un tasso di partecipazione del 21 per cento.

A poter contare su una copertura previdenziale di secondo livello sono soprattutto i lavoratori appartenenti alle classi di età più avanzate. In assenza di interventi che contrastino il calo demografico e in presenza di notevoli incertezze occupazionali, le prospettive per il welfare dei giovani *millennials* presentano delle criticità. Ai bassi tassi di sostituzione derivanti da una contribuzione discontinua si associa una partecipazione ridotta alla previdenza complementare. Solo il 15% della forza lavoro al di sotto dei 35 anni è iscritto a una forma pensionistica complementare. Il tasso di partecipazione arriva al 23% per i lavoratori nella classe di età compresa tra 35 e 44 anni e sale oltre il 35% per quelli tra i 45 e i 64 anni.

Nel complesso, l'età media degli aderenti è di 46 anni, rispetto ai 43 della forza lavoro. Gli iscritti di sesso maschile rappresentano il 63% del totale degli aderenti, mentre rispetto alla forza lavoro il tasso di partecipazione è pari in media al 31% per gli uomini e del 25% per le donne. Questo gap nel tasso di partecipazione a favore degli uomini rimane pressoché costante per tutte le fasce di età.

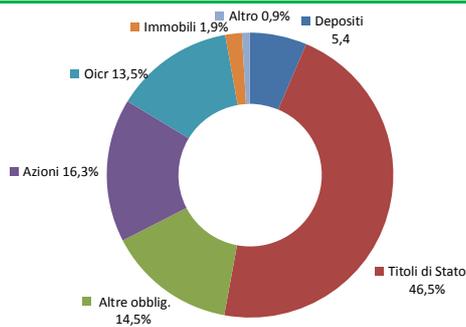
Da un punto di vista geografico si registra una maggiore adesione tra i residenti delle regioni del nord Italia, in cui si registrano valori superiori al 30%, con picchi oltre il 40% in alcune regioni in cui l'offerta previdenziale è affiancata da iniziative di tipo territoriale (Valle d'Aosta e Trentino Alto Adige). Nel Centro Italia il tasso di adesione arriva in media al 27%, mentre nelle regioni meridionali la partecipazione scende al 21%.

L'asset allocation e i rendimenti dei fondi pensione

A dicembre 2016 le risorse destinate alle prestazioni ammontavano a 151 mld di euro, in aumento di 7,8 punti percentuali rispetto alla fine del 2015. Il patrimonio riferibile ai fondi pensione preesistenti ha raggiunto i 57 mld di euro, mentre 46 mld di euro risultano gestiti dai fondi pensione negoziali e 17 mld dai fondi pensione aperti. Il patrimonio amministrato dai PIP è poco al di sotto dei 24 mld di euro. Il flusso di Tfr versato nelle casse della previdenza complementare è aumentato di circa 200 milioni arrivando a un valore di 5,5 mld di euro.

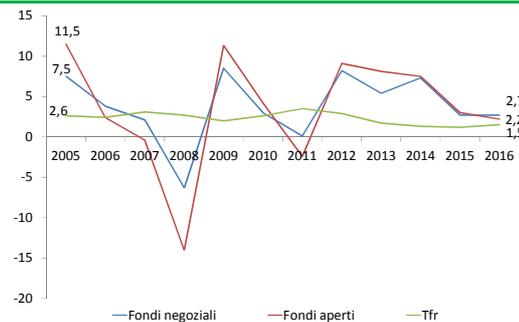
Asset allocation dei fondi pensione in Italia

(quote % sul totale; valori a fine 2016)



Rendimenti dei fondi pensione e del Tfr

(var % a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL, dati Covip

Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL, dati Covip

Nonostante uno scenario caratterizzato da tassi di interesse molto contenuti il patrimonio gestito dalla previdenza complementare in termini di *asset allocation* presenta una marcata concentrazione nel comparto obbligazionario. Una delle ragioni che riduce l'impatto degli scenari di mercato sulla composizione del patrimonio risiede nella preferenza da parte degli aderenti di tutte le fasce di età per profili di rischio molto contenuti, tradizionalmente associati agli investimenti obbligazionari e monetari.

Complessivamente il 61% delle attività è investito in titoli di debito (circa 54 dei 71 mld di euro di obbligazioni sono titoli di Stato), il 16,3% in azioni e il 13,5% in quote di OICR. L'esposizione azionaria calcolata includendo anche i titoli di capitale detenuti attraverso le quote di OICR arriva al 24,8 per cento.

Gli investimenti immobiliari ammontano a 3,9 mld di euro e sono presenti esclusivamente nei fondi pensione preesistenti, per i quali la normativa concede un regime di deroga al divieto di detenzione diretta. Alla fine del 2016 gli immobili detenuti direttamente dai fondi preesistenti sono riferibili a 19 schemi previdenziali quasi tutti appartenenti al settore bancario. Includendo anche le partecipazioni in società immobiliari e le quote di fondi chiusi, l'investimento immobiliare complessivo ammonta al 12% del totale delle attività dei fondi pensione preesistenti.

Nel 2016 i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati superiori al tasso di rivalutazione del Tfr. Per quanto riguarda la componente azionaria i risultati sono stati sostenuti dalle buone performance dei mercati azionari globali il cui indice, in valuta locale, ha fatto segnare un incremento prossimo all'11%. Viceversa un freno è stato costituito dal rendimento della borsa italiana che ha chiuso l'anno con una flessione del FTSE Mib nell'ordine del 10%.

I fondi pensione negoziali si sono rivalutati in media del 2,7%, i fondi pensione aperti del 2,2%, i PIP nuovi del 2,1% a fronte dell'1,5% del Tfr. Negli ultimi cinque anni, caratterizzati complessivamente da un buon andamento dei mercati finanziari, il rendimento medio annuo composto è stato del 5,2 per cento per i fondi negoziali e del 5,9 per i fondi aperti mentre il tasso di rivalutazione medio annuo del Tfr è stato pari all'1,7 per cento. Considerando un arco temporale più ampio che comprende le fasi di turbolenza dei mercati legate alla crisi finanziaria il rendimento medio annuo composto dei fondi pensione negoziali rimane comunque positivo (3,1%) e di poco superiore a quello del Tfr (2,5%). I fondi pensione aperti, caratterizzati da un'esposizione azionaria maggiore, hanno reso in media l'1,9 per cento all'anno, un valore inferiore alla rivalutazione del Tfr.

Gli investimenti dei fondi pensione sul mercato italiano

Con riferimento alla distribuzione delle risorse per area geografica, i dati evidenziano che le scelte d'investimento dei fondi pensione italiani privilegiano le attività domestiche che, con uno stock pari a 35 mld di euro (di cui 31 mld di euro di titoli del debito pubblico italiano), ammontano a poco meno del 30 per cento del patrimonio. Molto più ridotta appare invece la componente di finanziamento indirizzata alle imprese italiane che ammonta complessivamente a 3,4 mld di euro (circa il tre per cento del totale), ripartiti tra 2,3 mld di obbligazioni e 1,1 mld di titoli azionari, perlopiù quotati. A questi si aggiungono i 3,9 mld di investimenti immobiliari diretti ed indiretti per la quasi totalità nei portafogli dei fondi preesistenti.

Il limitato flusso di investimento verso le imprese italiane può essere in parte spiegato tenendo in considerazione alcuni fattori. In primo luogo la diversificazione dei portafogli gestiti riflette una strategia di investimento improntata alla replica dei benchmark rappresentativi delle principali classi di attività finanziarie. La limitata dimensione del mercato finanziario italiano, rispetto alla capitalizzazione mondiale dei titoli azionari, assegna all'Italia un peso molto contenuto nella diversificazione.

Una seconda riflessione attiene alla peculiarità del sistema industriale italiano che si caratterizza per un elevato numero di piccole e medie imprese non quotate, con una limitata trasparenza, una gestione tipicamente familiare e una limitata apertura al mercato. Di fatto per queste imprese il principale canale di finanziamento resta quello bancario.

Un terzo ordine di problemi deriva dalle difficoltà tecniche legate alle caratteristiche degli strumenti finanziari, attraverso i quali sarebbe possibile indirizzare flussi di investimento alle imprese italiane; alcuni di questi strumenti, come gli investimenti in *private equity*, infrastrutture, mini-bond ed energie rinnovabili hanno la forma giuridica di fondi chiusi. Anche se la normativa vigente ammette il ricorso, entro certi limiti, a questi strumenti, essi presentano alcune peculiarità che ne hanno di fatto limitato il ricorso da parte dei fondi pensione. Nei fondi pensione negoziali e aperti non figurano investimenti in fondi mobiliari chiusi, nei fondi pensione preesistenti rappresentano una quota marginale.

Il contributo dei fondi pensione alla copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane appare limitato nel confronto internazionale. Un'indagine condotta dall'Ocse su un gruppo di grandi fondi pensione su scala internazionale evidenzia come la percentuale investita nel paese di origine del fondo risulti molto più elevata negli altri paesi e con un maggior bilanciamento tra titoli di Stato e finanziamento alle imprese.

Parallelamente all'impulso che si vuole dare alla previdenza integrativa, l'orientamento prevalente è quello di convogliare una maggiore quota del risparmio previdenziale nell'economia reale italiana, pur nel rispetto dei criteri di prudenza e delle finalità proprie delle forme previdenziali. I potenziali benefici sarebbero non solo per il sistema delle imprese ma anche per i fondi stessi dal momento che, in un sistema economico più sano, gli schemi previdenziali beneficerebbero di una migliore diversificazione, di un bacino più ampio in termini di possibili adesioni e di un maggior potenziale contributivo.

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

