

## Le insidie alla pensione integrativa

di **Christian Martino**

**C**ovid-19 ha messo a dura prova il comparto della previdenza complementare del nostro Paese. L'ultimo dato disponibile parla di una sostanziale tenuta tra gennaio e marzo 2020 ma registra solo il primo mese di lockdown. Il timore tra gli addetti ai lavori è che, dopo il blocco di aprile e maggio, il crescente bisogno di liquidità da parte delle famiglie italiane possa incrementare il numero di riscatti. State Street stima che l'impatto dell'emergenza sanitaria nelle attività economiche avrà ripercussioni sulle richieste di anticipazioni e sulle interruzioni di contribuzioni nei prossimi mesi. Per Antonio Iaquina, branch manager Italia, State Street Global Advisors, bisogna evitare che l'emergenza sanitaria allarghi quel divario strutturale già presente nel sistema italiano e che vede, da una parte, la quota di liquidità detenuta dalle famiglie italiane aumentare, mentre, dall'altra, chi vive situazioni di difficoltà essere costretto a richiedere anticipazioni. Sul fronte pensionistico sarebbe piuttosto opportuno integrare le anticipazioni richieste con futuri contributi volontari per ripristinare il proprio secondo pilastro, quando ovviamente sarà possibile. Nei prossimi mesi le scelte dei risparmiatori rispetto alla pensione integrativa dipenderanno sempre più, come racconta l'inchiesta di Plus24, dal grado di soddisfazione in termini di rendimento e di costo offerti dai fondi pensione.

Il rendimento dipenderà dai mercati mentre sui costi si continua ad andare in ordine sparso e anche gli esperti lamentano poca trasparenza.

» pag 3

### all'interno

#### CASA

Non si cercano più bilocali  
Dezza » pagina 11

#### BANCA D'ITALIA

Restituzioni ai correntisti  
Criscone » pagina 15

#### SOSTENIBILITÀ

Italia al top nel green  
D'Angerio » pagina 16

#### ARTECONOMY24

Chi riuscirà a rialzarsi?  
Pirrelli » pagina 18

### PREVIDENZA

## Il 53% degli italiani non risparmia per la vecchiaia La zavorra dei costi sui Piani pensionistici

Pezzatti e Ursino >PAG. 8 e 9



**POSTA DEL RISPARMIATORE. TRASFERIMENTO DEL CONTO AL RALENTI PER L'EX CLIENTE UNICREDIT >PAG.12-13**

ANTONIO MISSIERI

## LE STRATEGIE DOPO IL RECOVERY FUND

# INVESTIRE IN BOND CON IL PARACADUTE UE

I gestori rivedono  
il portafoglio in vista  
delle obbligazioni Ue  
con rating AAA:  
meno Bund e più  
emissioni periferiche

### I BTP

Si abbassa la speculazione  
sui titoli governativi italiani  
L'interesse sui Buoni indicizzati

### BOND SOCIETARI

Rendimenti interessanti ma  
ma per ridurre i rischi meglio  
optare per quelli ad alto rating

# COVER STORY

## I NUOVI SCENARI SUI BOND

# Revisione portafogli per l'effetto Recovery

Il piano proposto dalla Commissione Ue toglie al Bund il primato di bene rifugio. Titoli periferici favoriti

Marzia Redaelli

Il Recovery Fund (o Next Generation Eu) potrebbe spargliare le carte degli investitori obbligazionari, come si legge nell'infografica in pagina.

Potrebbe, perché questo fondo proposto dalla Commissione europea per scongiurare la recessione deve essere ratificato dal Parlamento comunitario e poi da quelli dei singoli paesi (ove non basti la decisione del Governo).

La novità, comunque, è un passaggio fondamentale verso un'Unione europea integrata, anche dal punto di vista fiscale, che si riflette direttamente sulla percezione del merito di credito di tutti i Paesi; più a vantaggio dei deboli e meno - apparentemente - dei più forti. La Commissione europea finanzia una buona parte del fondo con l'emissione di obbligazioni che avranno il rating AAA, il voto di massima affidabilità sul mercato. Però il rendimento sarà maggiore di quello dei Bund tedeschi, che hanno lo stesso rating. Il fondo dovrebbe essere erogato tra il 2021 e il 2024, ma la restituzione dei prestiti partirebbe dal 2028, tra quasi trent'anni.

L'Italia è tra le nazioni che può approfittare più del Recovery Fund da un punto di vista finanziario. Se i contributi da pagare all'Unione europea, come sembra, sono inferiori al mancato esborso in conto interessi sul debito pubblico, il bilancio tricolore può migliorare e il Paese mettersi in marcia con un passo sostenibile.

Il BTP ha già registrato miglioramenti e per ulteriori progressi bisognerà attendere una fase più operativa del Recovery Fund. Nel frattempo, la Banca centrale europea ha ampliato la sua manovra per non alterare gli equilibri finanziari dell'Eurozona. Dall'inizio della crisi pandemica, con il piano Pepp (Pandemic Emergency Purchase Program) ha comprato quasi 40 miliardi di euro di BTP.

Matteo Meroni, gestore del fondo Zest Dynamic Opportunities, non è preoccupato per le agenzie di rating, che torneranno a giudicare l'affidabilità dell'Italia in autunno. Secondo Meroni l'azione della Bce è garanzia

di stabilità e insieme a quella degli organismi europei ha annacquato il peso del rating.

In realtà, anche la Germania e gli altri "Frugal 4", cioè Austria, Danimarca, Olanda e Svezia, beneficiano da un'Europa più unita. Anzi, difficilmente si sarebbe arrivati a un'ipotesi di condivisione del debito senza la spinta degli interessi nord-europei. In particolare, degli industriali tedeschi, legati a doppio filo alla componentistica italiana. Ci sarà dunque una sorta di convergenza tra i rendimenti negativi dei titoli di Stato tedeschi e quelli a premio dei paesi periferici. È inevitabile, come evidenzia Maria Luisa Matarrelli, responsabile developed and emerging government bonds di Eurizon, che il Bund tedesco incorpori l'azione congiunta delle autorità europee con una risalita dei rendimenti.

Il Consiglio europeo discuterà del Recovery Fund nella riunione del 18 giugno, ma l'approvazione potrebbe arrivare a luglio. L'accordo, infatti, dovrà trovare una mediazione sul rinnovo dei "rebates". I rebates sono il rimborso parziale ad alcuni Stati delle quote di partecipazione all'Unione europea e di parte dell'Iva; fu deciso anni fa su insistenza del Regno Unito ed è stato di recente messo in discussione per la disparità di trattamento che comporta tra i membri Ue. La posta sul piatto da condividere in sede di Consiglio, quindi, ammonterà ai rebates più la condivisione del debito, oltre ai vantaggi indiretti dati da una fase virtuosa dell'economia europea.

Nel frattempo, lo scacchiere mondiale delle obbligazioni si sta assestando. I Treasury americani, principali beneficiari dei timori degli investitori, hanno in parte consolidato dopo un guadagno total return da febbraio (tra cedole e quotazioni) del

6%. Luca Franchi di Pramerica Sgr spiega che l'investimento nei governativi Usa dipende più dalle misure della Federal Reserve che dalla loro funzione di bene rifugio. Però la differenza dei tassi di interesse tra le due aree geografiche, condizionata anche dalle azioni politiche per combattere la crisi, incidono sul costo della copertura del rischio di cambio, fondamentale per comprare Treasury con un dollaro che potrebbe indebolirsi. La diminuzione del costo di copertura valutaria favorisce anche le obbligazioni dei paesi emergenti espresse in euro o in dollari, secondo Denise Simon, co-Head of Emerging Market Debt di Lazard A. M.

## Le valutazioni dei gestori di fondi investiti sui bond delle principali aree geografiche

In seguito alle novità introdotte soprattutto dal recovery fund, ecco in sintesi le aspettative dei gestori che nell'ultimo anno sono riusciti a ottenere performance positive (mercato permettendo) sul segmento obbligazionario

GESTORE AREA EURO



MARIA LUISA MATARRELLI

EURIZON SGR

HA SENSO INVESTIRE SUL BUND?

Il bund oggi è molto caro. Nei prossimi 4 anni ci sarà un altro emittente AAA (Ue) che avvierà un programma di funding per i fondi del Recovery Fund e diventerà il nuovo "safe asset" in euro

DOV'È IL VALORE SUI BOND EUROPEI?

Al momento vengono favorite le obbligazioni dei paesi periferici e le corporate di elevata qualità, visto il supporto credibile offerto a questi segmenti dall'azione della Bce

SU QUALI SCADENZE PUNTATE?

Privilegiamo le scadenze brevi e intermedie dei titoli di stato italiani e anche le scadenze molto lunghe che offrono rendimenti piuttosto stabili anche in fasi di forte volatilità

GESTORE ITALIA



MATTEO MERONI

ZEST SGR

IMPATTO DEL RECOVERY FUND SUL BTP?

Ha allentato le tensioni. Mi aspetto un assestamento dello spread rispetto ai Core markets con una tendenza al rialzo dei rendimenti a lunga. Il Mes poi potrebbe sostenere la parte breve, fino a 3 anni

AVETE MODIFICATO I PORTAFOGLI?

No. Eravamo già sovrappesati sui finanziari europei, con esposizione su banche sistemiche e un mix tra debito senior e subordinato. Privilegiamo gli emittenti con opportunità (operazioni di aggregazione o straordinarie). Evitiamo il comparto assicurativo

VI PREOCCUPA LA REVISIONE RATING?

Il supporto della Bce è una garanzia di stabilità e limita l'impatto sulle quotazioni. Il commitment dei principali Organismi europei, ha annacquato il peso del rating

GESTORE STATI UNITI



LUCA FRANCHI

PRAMERICA SGR

L'IMPATTO DEL RECOVERY SUL T-BOND?

Il pericolo di una deflagrazione di Eurozona dovrebbe ridursi ma con effetto limitato sul T bond. L'impatto sui titoli Usai si avrebbe solo se acquistati a protezione del rischio di esplosione di Eurozona

COMPRIRE TBOND COPRENDO IL CAMBIO?

Preferiamo l'acquisto di T-bond con hedge sulla divisa perché il dollaro resta sopravvalutato e lo spread con i tassi europei a breve è sceso da oltre 200 bp a 80, rendono l'onere della copertura minore

TITOLI A BREVE O A LUNGA SCADENZA?

L'ipotetico recupero macro nella seconda parte dell'anno ci fa propendere per un moderato rialzo dei rendimenti e quindi per una preferenza per la parte a breve. Quella a lunga sarà da preferire se sale l'avversione al rischio

GESTORE MERCATI EMERG.



CORRADO CIAVATTINI

ERSEL SGR

QUANTO PESA L'EFFETTO COVID SUGLI EM?

Gli EM sono un universo eterogeneo capacità ed efficacia delle risposte di ogni paese dipendono da vari fattori, non tutti sotto l'immediato controllo delle autorità monetarie e fiscali

CHE DIFFERENZE CI SONO TRA I VARI PAESI?

Russia e Messico hanno tagliato i tassi di interesse e avviato utili stimoli fiscali. In Argentina e Libano problemi strutturali acuiti dalla crisi recente impongono ristrutturazioni del debito

C'È VALORE NEI BOND IN VALUTA FORTE?

Metriche di valutazione quantitativa a partire dal 2003 mostrano oggi valutazioni così attraenti da non poter essere ignorate seppur in un incerto scenario macroeconomico

## Ecco chi potrà comprare i recovery bond dell'Unione europea

Destinati a investitori professionali. Gli effetti su azioni, banche, mutui

Allo stato dell'arte, le obbligazioni che saranno emesse dall'Unione europea non sono acquistabili direttamente dai privati.

Tuttavia, i risparmiatori molto probabilmente avranno i recovery bond in portafoglio attraverso i prodotti di investimento collettivo. Per esempio, gli Exchange Traded Funds (i fondi passivi quotati in Borsa), fondi o gestioni che abbiano come universo di riferimento le obbligazioni dell'area euro.

Secondo le informazioni disponibili e le indiscrezioni, sul mercato arriveranno 250 miliardi di emissioni necessarie a finanziare il programma Ngeu (Next Genera-

tion European Union) a sostegno delle economie più danneggiate dal coronavirus.

L'importo si desume dalle indicazioni fornite, ma potrebbe aumentare in caso il gettito atteso dalle imposte che contribuirebbero a completare il programma di 750 miliardi fosse inferiore al previsto. Nell'evenienza, infatti, servirebbero altre emissioni obbligazionarie.

Un nodo importante sono però i tempi con cui saranno disponibili i nuovi titoli, perché potrebbero modificare sensibilmente il paniere di investimento dei prodotti finanziari. Il piano Ngeu è nell'agenda del Consiglio europeo del 18 giu-

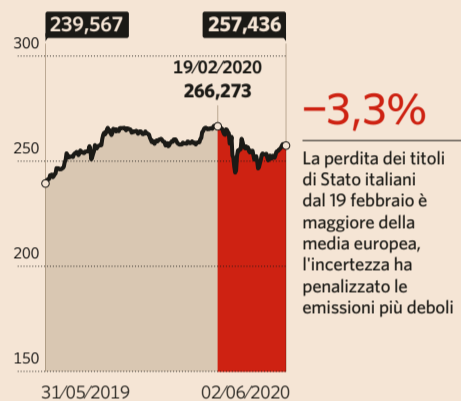


**CHE ATTESE HA SUI TASSI D'INTERESSE?**

Il livello dei tassi resterà basso fino a quando non ci sarà una ripresa della domanda aggregata, al momento molto più debole nel rimbalzo post-pandemia dell'offerta aggregata

**QUALE SCADENZE PREFERITE?**

Brevi e intermedie. Inserirei la componente inflazionistica con i Btp Italia che hanno ancora valore inesperto nel criterio di indicizzazione. Il reset dell'inflazione a ogni stacco cedola semestrale è una opportunità di performance

**CORPORATE O GOVERNATIVI?**

Riteniamo preferibile l'ipotesi di diversificare sui titoli corporate. È importante poi sottolineare che al momento la ripresa relativa del mercato dei bond societari risulta inferiore a quella del mercato azionario

**DOVE VEDETE BUONE OPPORTUNITÀ?**

Per la parte governativa IG in Qatar, Indonesia, Emirati, Messico, Israele e Romania; per i corporate bond in società come Equate e Tencent. Siamo più selettivi sul comparto high yield



gno. Tuttavia, è realistico che un accordo politico tra i paesi Ue sia ratificato a luglio. Poi ci saranno i passaggi in Parlamento a Bruxelles e anche in quelli nazionali, dove fosse richiesto. In Italia, sembra prevalere l'ipotesi che ci sia un passaggio formale alle Camere. Il Ministro delle Finanze Gualtieri ha ipotizzato un piano da presentare con la nota di aggiornamento del budget pubblico in autunno, in modo da influenzare positivamente le agenzie di rating Moody's e Fitch, che a novembre decideranno sul merito di credito dell'Italia.

C'è anche un effetto indiretto dei titoli di debito della Commissione

europea sui risparmiatori, indipendentemente dal fatto che li comprino. Le aspettative di tassi nominali un po' più alti man mano che si allunga la durata dei prestiti, infatti, andrebbero a beneficio delle banche (e delle loro azioni); gli istituti di credito potrebbero tornare a guadagnare dall'attività di credito tradizionale e aumentare la loro redditività attesa (ora compromessa dallo schiacciamento dei tassi nel tempo). Potrebbero però esserci vantaggi anche per i mutuatari, dato che lo spread (il costo aggiunto dalla banca al tasso fisso) dovrebbe restringersi. — **Ma.R.**

# Il Bund perde appeal, valore nei titoli legati all'inflazione

**Più redditizi i bond Ue  
Valore nelle emissioni che coprono l'inflazione**

**Marzia Redaelli**

È dalla crisi dei mutui americani del 2008 che lo spread insegue i risparmiatori.

Il Recovery Fund, però, potrebbe disinnescare la bomba a orologeria finanziaria che pesa sul debito italiano e sulla sua distanza da quello tedesco. Non che il fardello del debito tricolore e le sue conseguenze sulla vita dei cittadini possano svanire con l'intervento della Commissione europea: le necessità di finanziamento per combattere la recessione e alimentare una crescita strutturale restano invariate.

Però il cambio di ritmo della politica comunitaria è evidente e sembra portare a una maggiore integrazione dell'area euro. Con inevitabili ricadute positive sulle attività finanziarie. E sui portafogli di chi investe in obbligazioni, soprattutto governative.

**BUND, GIÙ DAL TRONO**

L'emissione di titoli di debito garantiti dalla Commissione europea per finanziare le necessità di spesa dei singoli paesi dell'Unione (dunque il loro deficit) sta già modificando prezzo e rendimento dei titoli di Stato nazionali. In particolare del Bund tedesco, il titolo di riferimento dell'area euro e l'obbligazione governativa considerata più sicura, che per questo motivo ha un rendimento negativo dal 2016. È ancora così, ma da metà marzo il rendimento a scadenza dell'emissione decennale della Germania è risalito da -0,8% a -0,4%. Cioè Berlino si fa pagare un po' di meno da chi gli presta i soldi: un controsenso non eliminato, ma di entità ridotta.

Il rendimento del Bund è salito grazie al miglioramento della situazione sanitaria, che alimenta la fiducia nella ripresa economica e quindi allontana gli investitori dai beni rifugio; ma anche grazie alla possibilità concreta che i paesi dell'Unione europea possano finalmente iniziare a condividere debiti e entrate fiscali con il piano NgEu (Next Generation

European Union).

I gestori, infatti, avranno più interesse a sottoscrivere i nuovi titoli garantiti dalla commissione europea e ripagati con le entrate di tutti i paesi dell'area, piuttosto che quelli emessi dalla sola Germania. Le emissioni dovrebbero avere scadenze tra 3 e 30 anni, ma è plausibile che ci sarà uno sbilanciamento sulle durate maggiori, compatibili con progetti di lunga gittata e con un'esposizione altrettanto dilazionata nel tempo.

**IPOTESI DI RENDIMENTO**

Per capire quale potrebbe essere il tasso di interesse di un Recovery bond, possiamo fare il parallelo con i titoli di debito emessi dal Mes (il fondo Salvastati), che sono equiparabili come rischio. Il tasso del trentennale Mes è pari a 0,34%, contro lo 0,08% del Bund tedesco di pari durata; una differenza non da poco, nonostante il tasso del Bund sia pure salito di re-

cente. Il Bund, infatti, ha già subito l'effetto sostituzione dei futuri titoli europei, perché appena un mese fa il rendimento a 30 anni tedesco era addirittura negativo (-0,25%).

**MUOVERSI TRA BUND, BTP E INFLAZIONE**

Il Bund quindi potrebbe perdere appeal, scendere di prezzo e dare un rendimento più gratificante - o meno penalizzante - ai suoi investitori. «Il rendimento del Bund potrebbe dover rispecchiare la necessità di maggiori emissioni tedesche per finanziare spese e investimenti - spiega Andrea Delitala, Head of Euro Multi Asset di Pictet A.M. - e negli ultimi giorni è già salito. A differenza dell'Italia, infatti, la Germania avrà meno interesse a chiedere finanziamenti alla Commissione, perché con i propri titoli di Stato paga di meno».

Le stime danno il rendimento del Bund decennale ancora in salita fino a -0,2% nei prossimi mesi. Quello del Btp potrebbe invece scendere di altri 20/30 punti base entro fine anno, dall'attuale fascia 1,4/1,5% all'1,2%. Potrebbe diminuire oltre se si innescasse il circolo virtuoso tra minor costo del debito e avvio in un percorso di crescita. Ma dipende dal fatto che si entri a piè pari nella nuova era dell'Unione europea: che ci sia la conferma del piano NgEu, che non ci siano minacce di spaccatura dell'Unione e che l'Italia metta a frutto i prestiti. «Sarà il Bund a chiudere lo spread - afferma Delitala - perché il rendimento del Btp dovrebbe rimanere abbastanza ancorato, mentre quello del Bund dovrebbe salire di più in proporzione. In Pictet siamo già stati costruttivi sulle attività finanziarie italiane, sul Btp e sul Ftse Mib.

Ora, per il risparmiatore sarebbe forse meglio puntare sui Btp legati all'inflazione, magari quella europea, che dovrebbe partire prima di quella italiana. Infatti, le banche centrali non hanno interesse a far scappare i tassi di interesse nominali; vogliono, invece, che salgano meno dell'inflazione perché i tassi reali possano scendere; così l'effetto sarebbe di rendere il debito pubblico più sostenibile senza incidere troppo sul potere di spesa e di investimento dei risparmiatori».

© RIPRODUZIONE RISERVATA