

# Nel 2023 sarà importante un'attenta gestione della componente obbligazionaria

I Fondi pensione hanno in programma, inoltre, di aumentare le quote in portafoglio dei fondi di private market, dopo il prezioso contributo nel 2022

di **Stefano Gaspari e Barbara Radaelli**

I DATI DEI FONDI PENSIONE NEGOZIALI A FINE DICEMBRE 2022	
Numero di posizioni in essere	3.806.098
variazione dic 21 - dic 22	+10,1%
Risorse destinate alle prestazioni	61.103 mln di euro
variazione dic 21 - dic 22	-6,5%
Fonte: Covip	

Dopo un 2022 caratterizzato da tensioni geopolitiche, inflazione e rialzi dei rendimenti obbligazionari, mettendo a dura prova l'asset allocation strategica di qualsiasi gestore, il 2023 si apre con segnali confortanti. Nei prossimi mesi sarà però importante che i gestori siano selettivi e in grado di sfruttare le opportunità di un mercato obbligazionario tornato a generare rendimenti interessanti. MondolInvestor ne ha discusso con **Mario Vincenzo Cribari**, Presidente di Fondenergia, **Stefano Pavesi**, Direttore Generale di Laborfonds, **Andrea Mariani**, Direttore Generale di Fondo Pegaso, e **Antonio Leotta**, Responsabile Funzione Finanza di Fondo Telemaco.

**Molte delle variabili che hanno influenzato l'andamento dei mercati finanziari nel 2022 restano presenti, anche se ad esempio il percorso delle principali Banche Centrali sembra più definito, con Fed e Bce che hanno deciso di mantenere un atteggiamento hawkish con aumenti graduali dei tassi di interesse anche nel 2023. Cosa vi aspettate per i vostri comparti, in termini di rendimento, per quest'anno?**

**Cribari:** Nel 2022 il mercato è stato fortemente penalizzato da sorprese negative e tutti gli asset quotati ne hanno risentito. In questo avvio di anno le notizie invece sono quelle attese, se non addirittura migliori. Le curve dei titoli di stato si sono posizionate in fasce di rendimento che non si vedevano da quasi un decennio e l'effetto sui portafogli lo si potrà vedere nel tempo; anche lo spread sui titoli corporate dà segnali positivi, ma in questo caso dovremo attendere la fine del periodo di criticità atteso in questo anno, per verificare la

tenuta dei default. Il mercato delle azioni è più reattivo e contiamo di vedere risultati migliori, seppur condizionati dai possibili effetti di rallentamento dell'economia o della possibile recessione temuta dal mercato. Detto questo, i comparti rifletteranno l'andamento del mercato in base ai pesi che i singoli asset hanno all'interno del portafoglio, quindi il Bilanciato potrebbe recuperare le perdite del 2022 in un periodo più lungo rispetto al Dinamico, che sconterà una volatilità maggiore.

**Pavesi:** Dopo un anno particolarmente sfidante, anche il 2023 si prospetta come non scontato. Infatti, se da un lato soprattutto negli Stati Uniti le dinamiche inflazionistiche hanno iniziato a mostrare dei segnali di indebolimento e il rallentamento macroeconomico sembra essere contenuto e inferiore rispetto alle previsioni iniziali, dall'altro il perdurare di un atteggiamento hawkish da parte delle banche centrali continuerà ad influire sul sentiment degli investitori. Il tema dell'inflazione rimarrà ancora a lungo al centro dell'attenzione, impattando ulteriormente sui ritorni di breve periodo. Lo scenario prevalente che si potrebbe configurare per l'anno in corso è quello di una recessione, seppur con connotazioni diverse tra i vari Paesi. Mentre gli Stati Uniti potranno essere maggiormente dinamici e reattivi, disponendo peraltro dell'indipendenza dal punto di vista energetico, l'area europea potrebbe soffrire maggiormente, anche a causa delle politiche fiscali maggiormente restrittive. L'altro tema al centro dell'attenzione degli investitori rimarrà ovviamente il contesto geopolitico con l'evoluzione del conflitto in Ucraina ed i conseguenti effetti che si produrranno a tutti i livelli. Il rischio di una stagflazione rimane comunque presente in maniera

consistente, anche se in tale scenario gli impatti sarebbero divergenti, visto che i Paesi esportatori di materie prime risulterebbero comunque favoriti. Infine, i temi della transizione energetica e della crescita economica dell'area dei Paesi emergenti, quali ad esempio Cina e India, assumeranno un'importanza crescente. Per i nostri Comparti ci attendiamo quindi un miglioramento della redditività grazie alle prospettive offerte dall'incremento dei tassi sul reddito fisso mentre il comparto azionario potrebbe risentire di un calo degli utili societari.

**Mariani:** La parabola discendente del 2022 sembra che avrà una coda nel 2023, dal momento che la dinamica dell'inflazione non mostra ancora un percorso chiaro di veloce rientro. Inoltre, il livello dei tassi di interesse delle diverse Banche Centrali rimane inferiore rispetto a quello dell'inflazione, sebbene su livelli decisamente più elevati rispetto alla fine del 2021. Quanto saliranno ancora i tassi, quando rientrerà l'inflazione e quando si potrà andare in recessione (se si arriverà a questo scenario) sono incognite che influenzeranno in modo decisivo il rendimento atteso delle diverse asset class nel 2023. L'orizzonte strategico del Fondo pensione è compreso fra 3 e 5 anni e non permette di ragionare su un intervallo annuale se non in chiave di aggiustamenti marginali: guardando a 3/5 anni appare chiaro che i rendimenti nominali attesi crescono in ragione della risalita dei tassi di interesse, mentre appare più difficile valutare i rendimenti reali, dal momento che la traiettoria dell'inflazione costituisce uno degli aspetti più rilevanti e meno compresi degli ultimi anni. Il quadro è reso ancora più complesso dalla volatilità dei mercati finanziari, generata dalla ricerca di notizie e prospettive di rapida evoluzione del quadro generale che permettano di ritornare a investire sui mercati finanziari (in qualche misura ciò che è accaduto nell'ultimo trimestre 2022 potrebbe rappresentare un modello di comportamento destinato a ripetersi nel prossimo futuro). In conclusione, il 2023 dovrebbe essere ancora un anno complesso, sebbene relativamente migliore rispetto al 2022, durante il quale il comportamento attivo dei gestori può fare

la differenza per ottenere performance migliori.

**Leotta:** Dopo l'andamento fortemente negativo di tutte le asset class nel 2022 è ragionevole aspettarsi una ripresa dei rendimenti, soprattutto dopo un inizio d'anno così positivo. Tuttavia, riteniamo che il rally registrato in questi primi giorni del 2023 non sia destinato a durare con questa intensità, ma che assisteremo nel prossimo futuro ad un movimento più laterale dei mercati, con presenza di volatilità. Come per l'anno passato, decisivo per l'andamento dei mercati sarà l'andamento dell'inflazione e le decisioni di policy monetaria delle Banche Centrali.

### Vista la ripresa dei rendimenti per l'obbligazionario, in che modo si stanno posizionando i gestori finanziari dei vostri compartimenti?

**Cribari:** Tutti i gestori dedicati ai mandati governativi sono passivi pertanto si adegneranno agli indici loro assegnati; l'effetto dell'aumento dei tassi ridurrà la duration complessiva del portafoglio. Per quanti gestiscono la parte corporate, il loro successo dipenderà dalla selezione dei titoli, piuttosto che dalla allocazione in quanto storicamente sono sempre stati vicini ai pesi di settori e di Paesi espressi nel benchmark. L'unico gestore che ha un portafoglio bilanciato ha il compito di fare scelte tra le diverse tipologie di asset quindi anche in questo caso le scelte sono circoscritte. Dall'inizio del 2023, con l'aiuto del nostro advisor e della funzione di gestione del rischio, valuteremo ulteriori scelte tattiche di portafoglio attraverso il ribilanciamento dei flussi e delle risorse tra i vari mandati, con l'intenzione di gestire le opportunità e le criticità che ci aspettano nei prossimi mesi.

**Pavesi:** Vista la ripresa dei tassi di rendimento sull'obbligazionario, anche i gestori dei nostri compartimenti hanno iniziato ad approfittare di tale opportunità. Infatti, a dispetto di uno scenario di mercato che solo sei mesi fa offriva dei ritorni assai risicati sul tale asset class, attualmente si riescono ad ottenere dei rendimenti complessivamente soddisfacenti, pur considerando l'elevato livello del tasso di inflazione che va a compri-

mere i rendimenti reali. I gestori finanziari delle nostre quattro linee di investimento vedono prospettive potenzialmente migliori sul comparto del reddito fisso.

Per quanto riguarda tale segmento, sui governativi la preferenza è rivolta agli strumenti obbligazionari emessi da Paesi con un elevato rating creditizio mentre l'esposizione verso i Paesi periferici (Italia inclusa) risulta sottopesata. A fronte degli incrementi dei tassi di interesse che sta attuando la Bce, si ritiene infatti che la sostenibilità del debito pubblico dei Paesi europei meno virtuosi tornerà un argomento di attualità, provocando una certa volatilità sulle quotazioni di questi bond. Dall'altro lato, anche il peso dei bond corporate è stato incrementato da parte dei nostri gestori delegati. Inoltre, in uno scenario di questo tipo la selettività e la valutazione dei fondamentali delle società finanziate costituiscono degli elementi imprescindibili per un'efficiente gestione del rischio di portafoglio.

**Mariani:** La parte più rilevante dell'investimento obbligazionario di Pegaso è affidata a tre gestori specialistici che hanno un mandato obbligazionario globale aggregate attivo. Di conseguenza la loro scelta può variare in termini di duration, di segmento di curva, di tipologia di spread che si vuole sovrappesare o sottopesare (governativo vs corporate, investment grade vs. high yield, Paesi sviluppati vs. Paesi emergenti, tasso fisso vs. variabile vs inflation linked, etc.). Il tema dell'inflazione e dei tassi di interesse costituisce l'aspetto chiave per valutare il posizionamento in termini di duration relativa rispetto al benchmark di riferimento, mentre il tema della crescita può essere quello più rilevante per comprendere come bilanciare la componente governativa rispetto a quella corporate. Se il 2022 è stato l'annus horribilis per gli obbligazionari, è opportuno essere prudenti nel 2023 fin quando le Banche Centrali protrarranno il loro atteggiamento restrittivo che può far crescere ancora un po' i tassi di interesse. Diverso è il caso dei gestori bilanciati a rischio controllato dove la scelta relativa fra classi di attività rischiose può giustificare una maggiore attenzione

alla componente obbligazionaria rispetto a quella azionaria.

**Leotta:** Il comportamento generale è prudente. Nel 2022 abbiamo assistito ad un repricing generalizzato innescato dall'andamento dell'inflazione e dalle decisioni di policy monetaria, oltre che dai ben noti argomenti geopolitici, che non ha generato flussi tra asset class, bensì una caduta generale delle quotazioni. Similmente il recupero contemporaneo di equity e bond sembra sostenuto dalle stesse dinamiche. In questa fase è soprattutto la nuova liquidità in entrata ad essere investita al fine di ottenere un posizionamento più neutrale rispetto ai benchmark di riferimento, con una preferenza per titoli meno rischiosi.

**Il 2022 è stato un anno difficile per i mercati finanziari in generale, però i fondi di private market hanno registrato performance superiori. Qual è stato il contributo dei fondi di private market all'interno della vostra allocazione? Questo li renderà sempre più importanti nelle allocazioni future del vostro fondo?**

**Cribari:** Il contributo dei private market è stato interessante per il 2022, ma non va dimenticato che questi investimenti risentono in tempi più dilatati delle mutate condizioni economiche rispetto ai più rapidi titoli quotati. Le valutazioni in particolare dovranno considerare tassi di sconto più elevati e multipli più bassi nei loro bilanci di fine anno e pertanto ci attendiamo un rallentamento nelle performance per il prossimo anno. Tutto questo però non influenzerà il piano di investimenti nei mercati privati perché i rendimenti attesi continuano a rimanere sopra quelli dei comparables quotati e anzi, grazie al nuovo scenario di mercato, un buon gestore riuscirà a trovare opportunità di rendimento più interessanti, in particolare in quei settori dell'economia reale capaci di incorporare nei propri ricavi gli effetti legati all'inflazione, come le infrastrutture. Inoltre, il programma di investimento sui mercati privati necessita di periodi lunghi per essere attuato e Fondenergia, pur avendo impresso un'accelerazione adottando standard di investimento diretto, non ha ancora completato il piano ini-

ziato con gradualità qualche anno fa. Alla fine del 2022, a seguito delle criticità determinatesi sui mercati finanziari conseguenti alla crisi Russia-Ucraina, agli shock del settore energetico, all'inattesa impennata del livello generale dei prezzi ed ai conseguenti interventi di politica monetaria adottati da parte delle Banche Centrali, il Fondo ha ravvisato la necessità di verificare la congruità delle scelte di politica di investimento adottate alla fine del 2021. Ad esito delle analisi, le scelte di investimento strategiche sono sostanzialmente confermate registrando alcune contenute variazioni incrementative nell'allocazione delle risorse destinate ai mercati privati.

**Pavesi:** La correlazione positiva nel 2022 tra i bond e le azioni ha reso vani gli sforzi dei gestori, rendendo difficoltosa la generazione di valore per i portafogli sottostanti. Fin dal 2015 il Fondo ha scelto di strutturare un portafoglio c.d. a gestione diretta in cui le principali indicazioni strategiche vengono fornite da parte del Consiglio di Amministrazione di Laborfonds e in cui allocare un massimo del 10% dell'asset allocation strategica della Linea Bilanciata. Il primo investimento di questo tipo risale a febbraio 2015, quando Laborfonds ha investito nel fondo di private debt territoriale denominato Fondo strategico del Trentino-Alto Adige. Lo scopo del FIA è quello di finanziare le imprese del territorio attraverso capitale di debito a medio/lungo termine. Negli anni successivi si sono aggiunti investimenti in private equity, energie rinnovabili, social housing territoriale, infrastrutture sia sotto forma di equity sia di debito e in fondi di fondi di infrastrutture; per arrivare al 2021 con l'adesione al Progetto Economia Reale promosso da Fondo Italiano di Investimento e Assofondipensione e la sottoscrizione dei due fondi di fondi Private Equity Italia e Private Debt Italia. Da ultimo, a giugno dello stesso anno si è aggiunto un investimento territoriale nel Fondo Euregio Plus PMI. Si tratta di un altro fondo di private debt che subentra a quello sottoscritto nel 2015, ormai avviato verso la scadenza naturale. Negli ultimi sette anni, l'economia reale ha attratto, in termini di commitment circa 216 milioni, poco più

dell'8,6% sul Nav di dicembre in termini nominali.

L'esperienza di Laborfonds per quanto concerne gli investimenti alternativi è da ritenersi finora soddisfacente. In particolare, nell'anno appena concluso i fondi di private market hanno consentito di mitigare l'effetto negativo indotto dai ribassi generalizzati dei mercati, pur tenendo in considerazione che questi presentano un peso pari al 10% in ottica di asset allocation strategica dell'intera Linea Bilanciata. Il portafoglio in gestione diretta ha generato un rendimento annuale lordo positivo, prossimo al 5%, mostrando i vantaggi che vengono forniti dagli investimenti alternativi in un'ottica di decorrelazione. Anche per il prossimo futuro Laborfonds riserverà quindi una particolare attenzione agli investimenti nell'economia reale, tenendo comunque in considerazione la tipica caratteristica dell'illiquidità che caratterizza questa tipologia di asset.

**Mariani:** Il contributo dei private market è stato positivo nel 2022, sebbene l'impatto rimanga limitato per due ragioni: in primo luogo tale componente è in fase di strutturazione nel fondo pensione e quindi non è ancora a regime; in secondo luogo, a regime questa componente rimane contenuta con un obiettivo del 10% complessivo nel comparto Bilanciato e del 15% nel comparto Dinamico.

Per quanto in futuro si possa valutare di incrementare il valore target del Bilanciato, è opportuno essere consapevoli che il limite legislativo posto al 20% del patrimonio del singolo comparto costringe ad essere prudenti dal momento che gli investimenti in private market non sono facili da ribilanciare: esiste infatti il rischio di superare il limite legislativo, nel caso in cui tale componente cresca eccessivamente, anche in conseguenza del movimento negativo dei prezzi di mercato delle altre attività finanziarie.

Il percorso di costruzione di questa componente è prossimo a raggiungere un punto di svolta con l'avvio del Progetto Vesta, che ci permetterà di completare la prima fase, in base alla quale disponiamo di un GEFIA per ognuno dei tre mandati previsti inizialmente per il com-

parto Bilanciato (nel comparto Dinamico l'investimento è avvenuto tramite i due Fondi di FIA del Fondo Italiano di Investimento SGR). Successivamente sarà necessario monitorare gli investimenti e comprendere come rendere stabile tale componente all'interno dell'asset allocation del Fondo pensione, una volta che inizieremo a ricevere la parte principale delle distribuzioni dei FIA già investiti. In conclusione, l'importanza di tale componente dovrebbe prescindere dalla fase di mercato, dal momento che è necessaria per diversificare ulteriormente l'asset allocation strategica del fondo pensione: l'assunzione del rischio di illiquidità è coerente con il profilo di impegni temporali di un Fondo pensione e il tetto imposto dal legislatore all'investimento in FIA rende comunque prudente il nostro approccio.

**Leotta:** Fondo Telemaco ha inserito per la prima volta i private market nella propria Asset Allocation Strategica sul finire del 2019, avviando il processo di implementazione nel 2020. Nell'ultima review, conclusasi nel 2022, il Fondo ha ritenuto di aumentare il peso percentuale dell'asset class all'interno dei comparti, portando ad un ulteriore round di sottoscrizioni ancora in corso. Pertanto, non possiamo considerare gli investimenti maturi al punto da poterne apprezzare con certezza il contributo dei fondi di private debt e di private equity rispettivamente investiti nei comparti Prudente (Green) e Bilanciato (Yellow). È innegabile che nel recente passato gli investitori istituzionali abbiano guardato ai mercati privati soprattutto per sopperire alla mancanza di rendimento nell'asset class obbligazionaria. Oggi che l'obbligazionario sta riconquistando livelli di rendimento appetibili viene da chiedersi se la spinta verso questa asset class rimarrà invariata o subirà una flessione. È innegabile che i private asset donino decorrelazione ai portafogli istituzionali, benché questa sia basata più su basi tecniche (frequenza di rilevazione dei dati) che fondamentali. È verosimile che il trend di investimento degli istituzionali nei mercati privati continui e si intensifichi soprattutto per quelle strategie che offrono un premio di illiquidità più elevato.