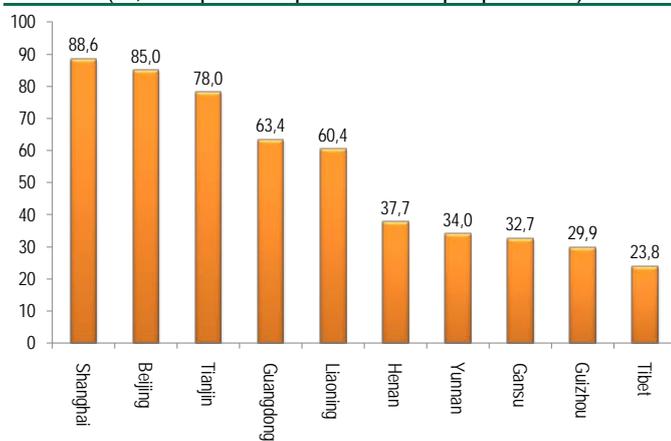


Tasso di urbanizzazione in alcune province cinesi

(%, i cinque tassi più alti e i cinque più bassi)



Fonte: National Bureau of Statistics, Cina.

In **Cina** la crescente urbanizzazione e l'aumento della ricchezza hanno avuto un notevole impatto sul **mercato immobiliare**. Da quando la proprietà privata delle abitazioni è permessa (1998), il settore non ha mai conosciuto un periodo di crisi. Oggi le quotazioni hanno raggiunto livelli di attenzione e risultano ampiamente sopravvalutate rispetto ai salari medi. Per cercare di contenere l'ulteriore gonfiamento della bolla, il Governo cinese ha adottato una serie di misure tra cui un ambizioso piano di edilizia residenziale sussidiata che prevede la costruzione nei prossimi 5 anni di 36 milioni di unità abitative.

In Italia, a fine 2010 gli iscritti alle **forme pensionistiche complementari** ammontano a 5,3 milioni, con un incremento rispetto al 2009 del 4,3%. Le risorse destinate alle prestazioni hanno superato gli 83 miliardi di euro, con un incremento del 13% (pari ai 9,4 miliardi di euro) rispetto all'anno precedente. Il tasso di adesione alla previdenza complementare (rapporto tra iscritti e occupati) a fine 2010 è risultato pari al 23% a fronte del 22% circa dell'anno precedente. Nel 2010 il rendimento medio dei fondi pensione è stato pari al 3% a fronte di una rivalutazione del TFR del 2,6%. Nel periodo 2004-2010 il rendimento medio annuo risulta pari al 2,8% per i fondi negoziali, al 2,3% per il TFR e all'1,9% per i fondi aperti.

27

8 luglio
2011

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Bolle cinesi: l'immobiliare

S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

In Cina la percentuale di popolazione che vive nelle città è ancora bassa rispetto alla media dei paesi sviluppati, ma in forte aumento. L'urbanizzazione e la crescita della ricchezza hanno determinato una forte accelerazione del mercato immobiliare. La corsa alla proprietà (possibile nel paese dal 1998) ha provocato un forte aumento delle quotazioni degli immobili. Nel 2010 il prezzo al metro quadro di un immobile residenziale/commerciale nella provincia di Benjing è arrivato a 2.694 dollari. Nel Guangdong il prezzo ha superato i 1.100 dollari al metro quadro, con un aumento superiore al 200% negli ultimi dieci anni. I prezzi delle abitazioni risultano ampiamente sopravvalutati rispetto ai salari medi.

Per cercare di contenere l'ulteriore crescita della bolla il Governo cinese dalla primavera del 2010 ha adottato una serie di misure come l'aumento dell'importo richiesto come anticipo per l'acquisto di un immobile e ha avviato un ambizioso piano di edilizia residenziale sussidiata che prevede che entro il 2015 44 milioni di famiglie siano alloggiati in appartamento sussidiati dallo stato. Anche a causa dell'avvio del piano, a maggio il numero dei nuovi cantieri aperti per la costruzione di immobili residenziali è aumentato del 19%.

Un allarme per la bolla cinese appare ancora prematuro, e in ogni caso le conseguenze di un suo eventuale scoppio dovrebbero essere meno dirompenti rispetto al caso statunitense, soprattutto nel limitare la capacità di spesa delle famiglie. In Cina il livello di indebitamento delle famiglie è ancora basso e solo una parte contenuta del valore dell'immobile viene finanziata con un mutuo. L'anello debole della catena sembra invece essere rappresentato dalle società di costruzione e dalle amministrazioni locali. Lo stock invenduto di abitazioni (che comprende anche le abitazioni ancora in costruzione) nel primo trimestre del 2011 è aumentato del 40% a/a, mentre i debiti delle principali società di costruzione ammontano alla cifra record di 1 trilione di renminbi (+41,3% a/a).

Dove vivono i cinesi?

La popolazione cinese nel 2010 ha raggiunto 1,341 miliardi di unità, 6,3 milioni in più rispetto all'anno precedente. Secondo la Chinese Academy of Social Sciences, circa il 49% dei cinesi oggi vive nelle aree urbane. Si tratta di una percentuale ancora ampiamente inferiore a quella media dei paesi sviluppati (85%) e mondiale (55%), ma in forte crescita: all'inizio degli anni Ottanta era pari al 20% e al 40% nel 1990. L'entità dei fenomeni cinesi viene compresa meglio quando si fa riferimento ai numeri assoluti piuttosto che alle percentuali: un aumento dell'1% del tasso di urbanizzazione indica ad esempio che in tutto il paese si sono spostati dalle campagne alle città circa 10 milioni di individui. Se, come indicano le previsioni più accreditate, entro il 2050 il tasso di urbanizzazione arriverà al 65%, altri 300 milioni di cinesi residenti nelle campagne si saranno trasferiti in città.

I dati sul tasso di urbanizzazione nascondono il fenomeno della cosiddetta popolazione "fluttuante",¹ particolarmente rilevante in Cina: si tratta di circa 160 milioni di persone, prevalentemente giovani (si calcola che il 43% circa sia nato dopo il 1980) che vivono in località diverse (prevalentemente urbane) da quelle di residenza, soprattutto per

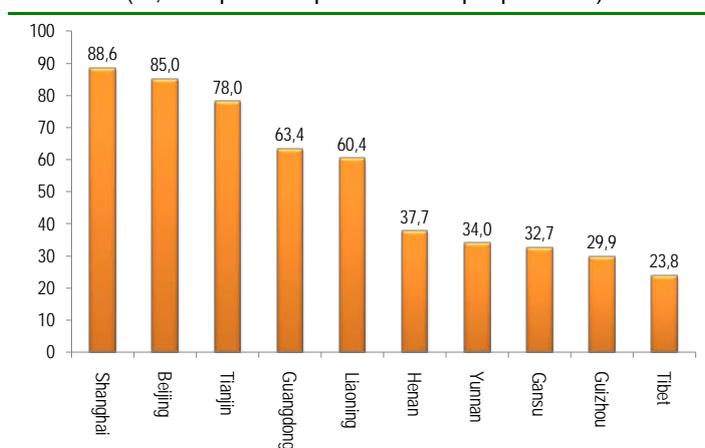
¹ *Floating population*, ossia la popolazione costituita da lavoratori migranti che vivono in località diverse da quelle in cui sono ufficialmente residenti.

motivi di lavoro e che non sono di fatto considerate nel calcolo del tasso di urbanizzazione.

La crescente urbanizzazione ha un notevole impatto dal punto di vista sia economico sia sociale. Relativamente al mercato immobiliare, il primo, più evidente impatto, dovuto anche alla crescita della ricchezza, è stato un consistente aumento del volume degli scambi, del peso del settore delle costruzioni sul sistema economico e, soprattutto, dei prezzi. A sostenere il mercato immobiliare contribuisce poi anche l'ambizioso piano del Governo di raggiungere una superficie abitabile di 35mq a persona entro il 2020.²

Tasso di urbanizzazione in alcune province cinesi

(%, i cinque tassi più alti e i cinque più bassi)



Fonte: National Bureau of Statistics, Cina.

La corsa al mattone

In Cina la proprietà dell'abitazione di residenza è divenuta una possibilità solo dal 1998, quando il Governo ha avviato un programma di privatizzazione dello stock di immobili residenziali. Da allora la quota di proprietari è cresciuta a ritmi occidentali: le stime sulla percentuale di proprietari di abitazioni di residenza presentano però forti oscillazioni, comprese tra l'80% e il 45%. Quest'ultimo dato (più verosimile) si ottiene considerando anche la popolazione non residente proveniente dalle campagne che di fatto vive nelle città. Al di là della percentuale, è fuor di dubbio che oggi l'immobiliare rappresenti uno dei principali settori dell'economia del paese, basti pensare che circa il 40% della domanda interna di acciaio viene dal settore delle costruzioni. Se si considera anche la domanda proveniente da settori legati all'immobiliare la percentuale arriva al 75%. Molti commentatori si spingono fino a sostenere che l'immobiliare cinese, preso singolarmente, è il più importante settore al mondo.

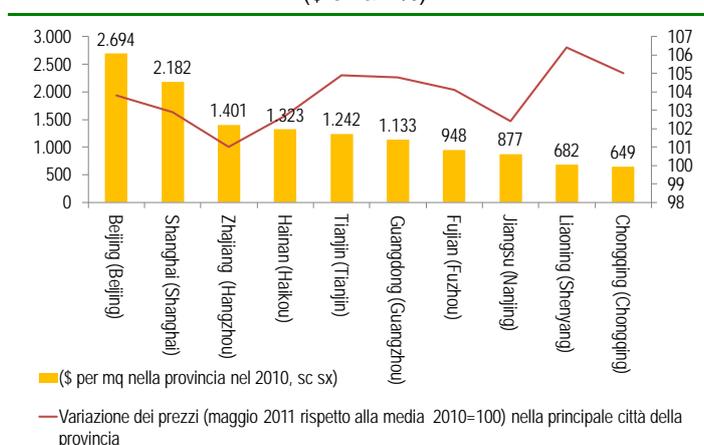
Da quando la proprietà privata delle abitazioni è permessa in Cina il settore non ha mai conosciuto un periodo di crisi seria, le uniche avvisaglie di rallentamento si sono avute nell'agosto del 2008 e nel febbraio del 2009, quando l'indice complessivo dei prezzi delle abitazioni ha mostrato una variazione negativa.

² Secondo McKinsey&Company tale obiettivo non verrà realizzato neanche assumendo le più ottimistiche ipotesi. Si veda a tale proposito *Fast forward to the future – China's urbanization in 2025, 2009*.

La corsa alla proprietà ha provocato un forte aumento dei prezzi e segnali evidenti del formarsi di una bolla di proporzioni "occidentali". Nel corso del 2010 il prezzo al metro quadro di un immobile residenziale/commerciale nella provincia di Beijing è arrivato a 2.694 dollari (era pari a 555 dollari al cambio del 2000), a Shanghai a 2.182 dollari. Nel Guangdong, regione industriale teatro di recenti sommosse sociali³ il prezzo ha superato i 1.100 dollari al metro quadro registrando, rispetto al 2000, un aumento del 212%. I prezzi delle abitazioni, ampiamente sopravvalutati rispetto ai salari medi (in Cina un operaio medio guadagna intorno ai 2 mila dollari l'anno), hanno determinato un forte rallentamento delle compravendite sul mercato secondario. Secondo alcune rilevazioni recenti, nell'isola di Hainan, nel sud del paese, meta del turismo internazionale, il tempo di vendita di un'abitazione usata è arrivato a 12 mesi.

I prezzi delle abitazioni in Cina

(\$ e var. %)



Fonte: National Bureau of Statistics, Cina e Financial Times.

A maggio (ultima rilevazione disponibile), i prezzi delle abitazioni e degli immobili commerciali sono ulteriormente aumentati rispetto alla media del 2010 in tutte le principali città. Secondo il National Bureau of Statistics l'incremento maggiore si è registrato a Shenyang, nella provincia di Liaoning (nel nord est del paese, +6,4%). A Guangzhou, provincia del Guangdong, l'aumento è stato del 4,8%, mentre nella regione di Beijing i prezzi sono aumentati del 3,8%. L'indice complessivo riferito alle 70 principali città del paese non viene più pubblicato dalle autorità cinesi, poiché ritenuto poco rappresentativo dell'andamento di un mercato estremamente eterogeneo. Tuttavia, una ricostruzione tentata dall'Economist,⁴ evidenzia una crescita dei prezzi positiva (+4% a/a ad aprile) anche se ad un ritmo decrescente per il 12° mese di fila.

In generale, l'aumento dei prezzi non ha ancora determinato una sensibile sopravvalutazione del mercato, almeno secondo l'house price index elaborato dall'Economist che confronta i valori correnti con una media di lungo periodo del rapporto tra prezzi e affitti. In base ai dati disponibili a marzo 2011 l'indicatore rileva una sopravvalutazione del 12,9% in Cina, un valore inferiore a quello di tutti i paesi considerati ad eccezione degli Stati Uniti (che scontano ormai 5 anni di flessione) e

³ Le violente proteste sono avvenute in particolare nella città di Zengcheng, dove circa un terzo degli 1,3 milioni di abitanti sono lavoratori immigrati.

⁴ L'indice è stato ponderato con la popolazione di ogni singola città e costruito tenendo conto della porzioni di abitazioni nuove e usate.

dell'Italia. Diversa è la situazione a Hong Kong, dove i prezzi in base a tale indicatore risultano sopravvalutati del 53,7%.

I piani del Governo e il rischio bolla

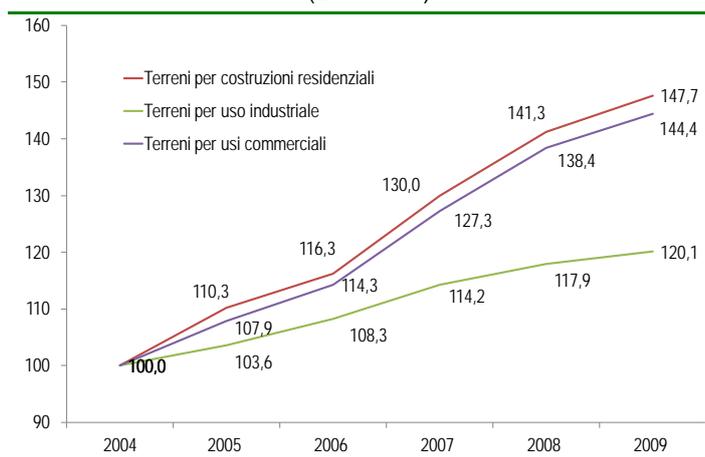
Per cercare di contenere l'ulteriore crescita della bolla, dalla primavera del 2010 il Governo cinese ha aumentato l'importo richiesto come anticipo per l'acquisto di un immobile, nonché le tasse di bollo sulle compravendite speculative. Relativamente agli stranieri, inoltre, l'acquisto dell'abitazione in Cina è permesso solo dopo aver pagato le tasse nel paese per un certo numero di anni. Il Governo ha inoltre avviato un ambizioso piano di edilizia residenziale sussidiata che prevede la costruzione, nei prossimi 5 anni, di 36 milioni di unità abitative (un numero di unità superiori all'intero patrimonio immobiliare del Regno Unito). Il piano prevede inoltre che entro il 2015, 44 dei 218 milioni di famiglie che vivono nelle aree urbane siano alloggiati in appartamenti sussidiati dallo stato (erano circa 23 a fine 2007). Anche a causa dell'avvio del piano, a maggio il numero dei nuovi cantieri aperti per la costruzione di immobili residenziali è aumentato del 19%.

Il piano di alloggio pubblico (Public Rental Housing – PRH), che prevede rigidi controlli, riserva tali abitazioni a persone con un reddito annuo inferiore a 3.000 renminbi (circa 464 \$ al cambio corrente) e prevede un affitto pari all'80-60%⁵ di quello di mercato. Dopo tre anni gli affittuari potranno decidere di acquistare l'immobile a un prezzo che copre il valore del terreno e i costi di realizzazione (nel complesso si stima che il prezzo dovrebbe quindi essere pari a meno della metà di quello di mercato); se poi l'acquirente decide di rivendere l'appartamento, il prezzo dovrà essere definito dalle autorità locali.

Il piano abitativo è parte di un più vasto programma di infrastrutture che prevede, tra l'altro, la quintuplicazione della rete autostradale entro il 2015 e l'aumento di un terzo circa del numero di aeroporti.

Indice dei prezzi dei terreni in Cina

(2004=100)



Fonte: National Bureau of statistica, Cina.

⁵ Secondo alcuni (cfr. "China's affordable housing: learning from Chongqing", *Financial Times*, 30 marzo 2011) tale affitto sarebbe comunque ancora troppo alto.

Le conseguenze di un eventuale scoppio della bolla dovrebbero essere meno dirompenti rispetto al caso statunitense, soprattutto nel limitare la capacità di spesa delle famiglie. Negli Stati Uniti la proprietà immobiliare è un veicolo per ottenere credito, in Cina invece è ancora prevalente l'idea che l'abitazione sia uno strumento nel quale investire il risparmio, utile per proteggersi dalla volatilità degli strumenti finanziari. Inoltre, il livello di indebitamento delle famiglie è ancora basso⁶ e solo una parte contenuta del valore dell'immobile (circa un quinto) viene finanziata con un mutuo.

L'anello debole della catena sembra invece essere rappresentato dalla società di costruzione e dalle amministrazioni locali. Seguendo il boom immobiliare degli ultimi due anni molte imprese hanno acquistato terreni anche a prezzi elevati, e hanno dato il via alla realizzazione di una enorme quantità di abitazioni, rimaste ancora invendute. I bilanci trimestrali delle 113 principali compagnie di costruzione pubblicati a giugno mostrano per il I trimestre del 2011 una flessione dei ricavi, ma non mostrano particolari problemi dal lato dei profitti. Lo stock invenduto (che comprende anche le abitazioni ancora in costruzione) ha tuttavia mostrato un aumento notevole: 40% circa, mentre i debiti ammontano alla cifra record di 1 trilione di renminbi (+41,3% a/a).

Relativamente alle amministrazioni locali, la maggior parte dei loro ricavi proviene dalla vendita dei terreni da edificare il cui prezzo è salito notevolmente negli ultimi anni. Dal 1997 al 2010 il debito delle amministrazioni locali è aumentato di 36 volte in termini nominali e di 5 volte se rapportato al Pil. Tale debito è stato accumulato prevalentemente per lo sviluppo di progetti infrastrutturali, tra cui l'edilizia sussidiata.

⁶ Il commento ricorrente, tra gli esperti cinesi, è che a differenza degli statunitensi, "indebitati fino al collo", i cinesi sono indebitati, per ora, solo "fino alle ginocchia".

I fondi pensione: uno sviluppo a passo lento

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Nel 2010 il quadro relativo alla previdenza complementare in Italia ha presentato solo marginali mutamenti. A fine anno gli iscritti alle forme pensionistiche complementari sono risultati circa 5,3 milioni, con un incremento rispetto al 2009 del 4,3 per cento. Le risorse destinate alle prestazioni hanno superato gli 83 miliardi di euro, con un incremento del 13 per cento (pari ai 9,4 miliardi di euro) rispetto all'anno precedente.

Il tasso di adesione, dato dal rapporto tra iscritti e occupati, alla fine del 2010 è risultato del 28 per cento per i lavoratori dipendenti del settore privato e del 23 per cento per quelli autonomi, mentre per i lavoratori dipendenti del settore pubblico il valore è rimasto ancora molto contenuto, pari a circa il 4 per cento. Il tasso di adesione complessivo alla fine del 2010 è risultato pari al 23 per cento a fronte del 22 per cento circa dell'anno precedente.

Nel 2010 il rendimento medio dei fondi pensione è stato pari al 3 per cento, a fronte di una rivalutazione del TFR del 2,6 per cento. A sostenere i rendimenti sono stati i comparti a maggior contenuto azionario, mentre quello obbligazionario ha risentito delle turbolenze legate ai titoli sovrani. Nel triennio 2008-10 i fondi pensione negoziali hanno recuperato le perdite registrate durante la crisi finanziaria evidenziando un rendimento cumulato del 4,8 per cento; mentre il rendimento cumulato dei fondi aperti è ancora negativo (-0,3 per cento). Nel medesimo arco temporale il TFR si è rivalutato del 7,5 per cento.

Le adesioni alla previdenza complementare in Italia

Nel 2010 il quadro relativo alla previdenza complementare in Italia ha presentato solo marginali mutamenti. A fine anno gli iscritti alle forme pensionistiche complementari sono risultati circa 5,3 milioni, con un incremento rispetto al 2009 del 4,3 per cento, in linea con quello registrato l'anno precedente. Le risorse destinate alle prestazioni hanno raggiunto 83,2 miliardi di euro, in aumento del 13 per cento rispetto al 2009 (+ 9,4 miliardi di euro).

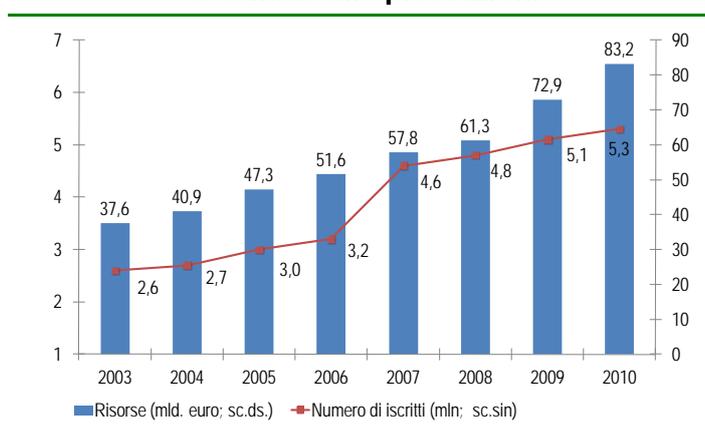
Nel complesso i nuovi iscritti alla previdenza complementare nel 2010 sono stati 377.000, in aumento rispetto alle 321.000 nuove unità del 2009. Un contributo rilevante è derivato dai PIP⁷ "nuovi", che hanno raccolto circa 273.000 nuove adesioni (rispetto alle 195.000 dell'anno precedente) con un incremento degli iscritti prossimo al 30 per cento, e dai fondi pensione aperti, che hanno fatto registrare una variazione positiva del 3,4 per cento con 49.000 nuove iscrizioni a fronte delle 40.000 dell'anno precedente. Le altre due principali categorie di fondi hanno registrato invece una lieve flessione nel numero dei nuovi iscritti (55.000 per i fondi pensione negoziali rispetto ai 66.000 dell'anno precedente e 25.000 per i fondi preesistenti a fronte dei 29.000 del 2009). Considerando anche la dinamica delle uscite gli iscritti totali sono diminuiti dell'1,4 per cento per i fondi negoziali, mentre i fondi pensione preesistenti hanno registrato una sostanziale stabilità.

Il tasso di adesione dato dal rapporto tra iscritti e occupati, alla fine del 2010 è risultato del 28 per cento per i lavoratori dipendenti del settore privato e del 23 per cento per

⁷I PIP (Piani individuali pensionistici) sono forme pensionistiche individuali realizzate attraverso contratti di assicurazione sulla vita. Non possono essere destinatari di conferimento con modalità tacite del TFR. Sono denominati PIP "nuovi" i PIP conformi al Decreto lgs. 252/2005 e iscritti all'Albo tenuto dalla COVIP.

quelli autonomi, mentre per i lavoratori dipendenti del settore pubblico il valore è ancora molto contenuto, pari a circa il 4 per cento. Il tasso di adesione complessivo alla fine del 2010 è risultato pari al 23 per cento a fronte del 22,1 per cento circa dell'anno precedente.

Numero degli iscritti ai fondi pensione e risorse destinate alle prestazioni



Fonte: Covip

Tra le varie forme previdenziali quella che registra il maggior numero di adesioni è quella dei fondi pensione negoziali, cui partecipano poco più di 2 milioni di lavoratori, per la gran parte dipendenti del settore privato. I fondi pensione aperti hanno raggiunto 850.000 iscritti, mentre gli iscritti ai PIP sono risultati pari a 1,8 milioni, di cui circa 610.000 relativi a PIP "vecchi" e quasi 1,2 milioni ai PIP "nuovi". I fondi preesistenti sono rimasti a circa 670.000 iscritti, con una variazione pressochè nulla rispetto all'anno precedente. Gli iscritti a FONDINPS, la forma pensionistica complementare istituita presso l'INPS (destinata ad accogliere i flussi di TFR dei lavoratori silenti per i quali gli accordi collettivi non prevedono una forma pensionistica di riferimento) hanno raggiunto le 41.000 unità.

Rimane contenuta la partecipazione dei giovani e dei lavoratori autonomi

Nel fornire una lettura del quadro relativo alle forme pensionistiche complementari, oltre al numero delle adesioni, occorre considerare due fenomeni che attenuano in parte la reale portata della copertura previdenziale: si tratta del numero di posizioni individuali nulle o irrisorie e degli iscritti alla previdenza che non hanno effettuato versamenti.

Con riferimento alle posizioni nulle o irrisorie (quelle al di sotto dei 100 euro) alla fine del 2010 erano circa 170.000, al netto delle quali gli iscritti totali scenderebbero a poco più di 5,1 milioni. Inoltre nel 2010 circa un milione di iscritti, pari al 19 per cento del totale non ha effettuato versamenti, tale valore è risultato in aumento rispetto al 17 per cento del 2009. Questo fenomeno trova maggior riscontro tra i lavoratori autonomi che non usufruiscono dei versamenti ricorrenti da parte del datore di lavoro o del flusso di TFR e sono quindi più soggetti a discontinuità contributive. Nei fondi pensione aperti oltre il 50 per cento dei lavoratori autonomi iscritti non ha effettuato alcun versamento nel 2010; nei PIP questa percentuale è pari al 38 per cento, mentre tra i lavoratori dipendenti gli iscritti non versanti ammontano al 13 per cento.

Nonostante le politiche di sensibilizzazione sui temi previdenziali, la distribuzione per età degli iscritti ai fondi pensione (sia dipendenti del settore privato sia lavoratori autonomi) in raffronto con quella dell'occupazione nazionale evidenzia una minore partecipazione alla previdenza complementare da parte dei giovani. L'età media degli iscritti è pari a 44 anni, rispetto ai 41 anni in media degli occupati, ma il fenomeno appare più evidente analizzando la distribuzione degli iscritti per fasce di età.

Con riferimento ai lavoratori dipendenti privati e ai lavoratori autonomi, il tasso di adesione alla fine del 2010 è risultato in media pari al 26,4 per cento. Fra i lavoratori con meno di 35 anni soltanto il 17 per cento è iscritto a una forma pensionistica complementare. Il tasso di partecipazione dei lavoratori tra i 35 e i 44 anni è in linea con la media (26,2 per cento), sale invece al 34 per cento il tasso di partecipazione dei lavoratori tra i 45 e i 64 anni.

Osservando la distribuzione per sesso, il tasso di partecipazione è del 28 per cento per gli uomini e del 24 per le donne. Gli iscritti di sesso maschile rappresentano il 65 per cento del totale degli aderenti.

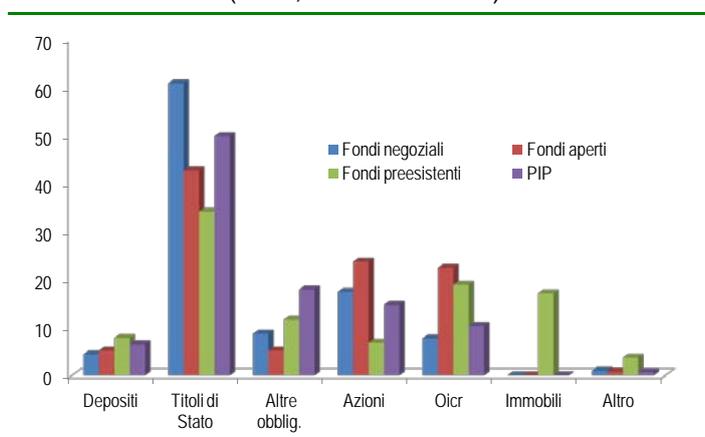
Si registra inoltre una disparità anche per quanto riguarda la distribuzione sul territorio nazionale. Le regioni settentrionali presentano un tasso di partecipazione alla previdenza integrativa (59 per cento) superiore al dato nazionale sugli occupati (54 per cento), mentre nelle regioni meridionali si osserva il fenomeno inverso: a fronte di una percentuale di occupati pari al 26 per cento, gli iscritti alla previdenza sono il 20 per cento. Appare più equilibrata la situazione nelle regioni del centro Italia in cui entrambi le grandezze hanno un peso del 21 per cento.

L'asset allocation e i rendimenti dei fondi pensione italiani

L'ammontare complessivo delle risorse destinate alle prestazioni a fine 2010 ammonta a 83,2 mld di euro. Circa la metà (42 mld di euro) è detenuta dalle forme pensionistiche preesistenti, della parte rimanente 22,4 mld di euro sono attribuibili ai fondi pensione negoziali, 7,5 mld ai fondi pensione aperti e 11,2 mld ai PIP (di cui 5,2 mld ai PIP "nuovi" e 6 mld a quelli "vecchi"). I contributi raccolti, comprensivi delle quote di TFR, sono stati in totale 11,5 mld di euro, mentre il flusso di TFR destinato alle forme pensionistiche complementari nel 2010 è stato pari a 5,1 miliardi di euro.

Asset allocation dei fondi pensione italiani

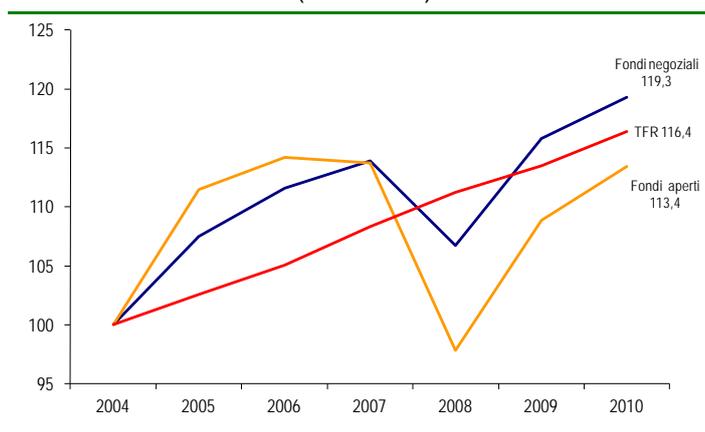
(val%; dati a fine 2010)



Fonte: Elaborazioni Servizio studi BNL su dati Covip

In termini di composizione del patrimonio, il 57 per cento delle risorse complessive a fine 2010 risultava investito in titoli obbligazionari, nell'80 per cento dei casi si tratta di titoli di Stato. A seguito delle turbolenze che hanno caratterizzato i mercati dei titoli sovrani, in particolare quelli emessi da Grecia, Portogallo e Irlanda, la Covip ha effettuato un'indagine rilevando una limitata presenza di tali titoli nei portafogli dei fondi pensione. Tra la fine del 2009 e la fine del 2010 la quota di titoli emessi dai tre paesi a maggior rischio è passata dal 2 per cento allo 0,4 per cento del patrimonio.

Rendimenti dei fondi pensione del TFR (2004=100)



Fonte: Elaborazioni Servizio studi BNL su dati Covip

L'asset allocation dei fondi pensione italiani presenta caratteristiche diverse tra i vari strumenti. Con riferimento all'intero sistema, la componente azionaria del patrimonio ha registrato in media una lieve crescita dal 21,8 per cento al 22,5 per cento. Considerando le diverse categorie di prodotti previdenziali il campo di variazione della componente azionaria risulta piuttosto ampio: si passa dal 42,4 per cento del portafoglio nel caso dei fondi pensione aperti al 14,6 per cento per i fondi pensione preesistenti. Quest'ultima categoria si caratterizza per la presenza di una rilevante componente di investimenti immobiliari, pari al 17,1 per cento del portafoglio, mentre tale forma di investimento è assente nelle altre categorie di fondi pensione.

Nel 2010 il rendimento medio dei fondi pensione è stato pari al 3 per cento, a fronte di una rivalutazione del TFR del 2,6 per cento. A sostenere i rendimenti sono stati i comparti a maggior contenuto azionario, specie quelli che hanno investito su mercati alternativi a quelli europei, mentre il comparto obbligazionario ha risentito delle turbolenze legate ai titoli sovrani.

Nel segmento dei fondi pensione negoziali, gli azionari hanno registrato un rendimento del 6,2 per cento, i bilanciati e gli obbligazionari misti del 3,6 per cento, mentre è stata prossima a zero la performance degli obbligazionari puri (0,4 per cento) e dei garantiti (0,2 per cento). Pressoché analoga la dinamica delle performance nel segmento dei fondi pensione aperti e in quello relativo ai PIP: per queste tipologie di fondi le rivalutazioni sono state nell'ordine del 7 per cento nel comparto azionario e del 4,5-5 per cento in quello bilanciato, mentre i comparti obbligazionari hanno registrato performance migliori rispetto ai fondi negoziali (1,8 per cento per i PIP, e 1,2 per cento per i fondi aperti).

Nel triennio 2008-2010 i fondi pensione negoziali hanno recuperato le perdite registrate durante la crisi finanziaria; il rendimento cumulato è stato pari al 4,8 per

cento; mentre i rendimenti dei fondi aperti nel triennio sono ancora negativi dello 0,3 per cento. Nel medesimo arco temporale il TFR si è rivalutato del 7,5 per cento.

Considerando un orizzonte temporale più ampio, dal 2004 al 2010, il rendimento medio annuo risulta pari al 2,8 per cento per i fondi negoziali, al 2,3 per cento per il TFR e all'1,9 per cento per i fondi aperti.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

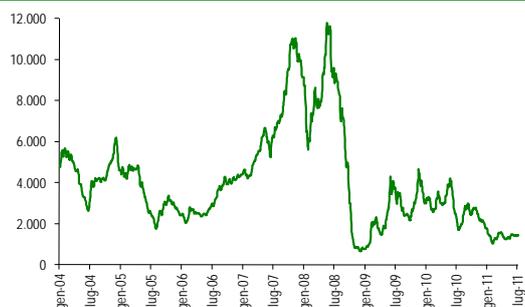
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana si avvicinano a 170 pb.

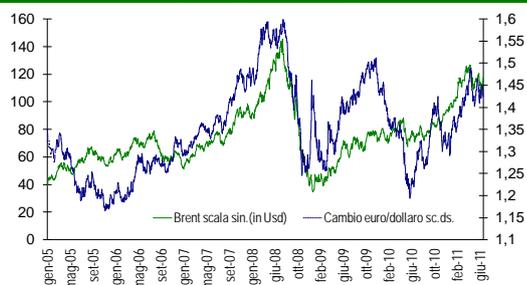
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi sale a quota 1.450.

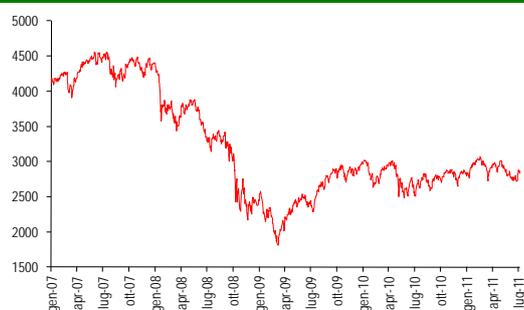
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,42. Il petrolio qualità Brent quota 117\$ al barile, il Wti 99\$ al barile.

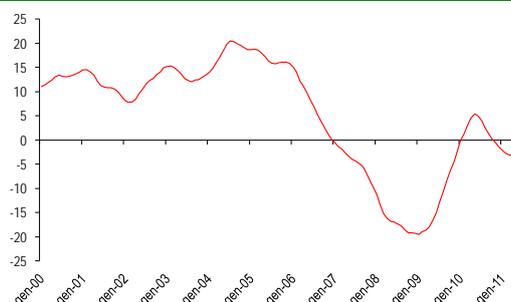
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana resta oltre quota 2.800.

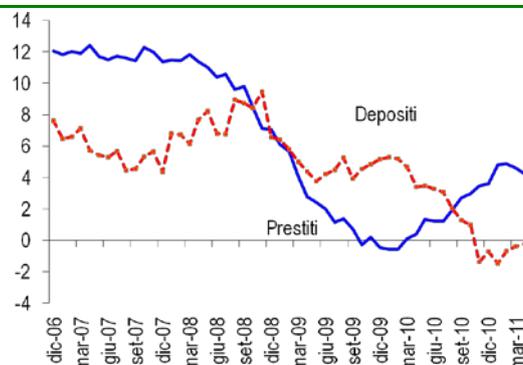
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10**
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

A marzo 2011, per il 6° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3,1% su base annua).

Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

Ad aprile 2011 rallenta il trend di crescita dei prestiti. Migliora ma rimane ancora negativo l'andamento dei depositi.

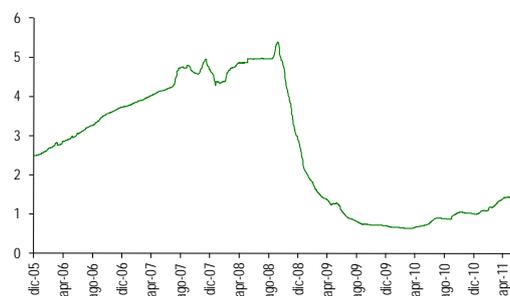
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania**
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund risultano pari a 1.375 pb per la Grecia, 945 pb per l'Irlanda, 994 pb per il Portogallo, 268 pb per la Spagna e 221 pb per l'Italia.

Tasso euribor a 3 mesi
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor, in progressivo aumento, si avvicina a quota 1,60%.

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.