

# Inflazione e pensioni: cosa aspettarsi?



**OTTOBRE 2022**

Comunicazione di marketing



# Sintesi.

**“L’inflazione è come il dentifricio. Una volta fuori dal tubo, difficilmente si riuscirà a rimmetterlo dentro. Quindi, la cosa migliore è non spremere troppo il tubetto”.**

**Karl-Otto Pöhl**, presidente della Bundesbank tedesca dal 1980 al 1991, sottolinea come l’inflazione sia qualcosa di difficile da controllare, anche quando le banche centrali tentano di ridurre elevati livelli di debito pubblico.

Il continuo aumento dell’inflazione si sta già dimostrando una sfida per le economie di tutto il mondo, così come per gli individui, le imprese e le istituzioni.

I pensionati sono tra i soggetti più vulnerabili agli effetti dell’inflazione in quanto i prezzi dei beni e dei servizi diventano sempre più inaccessibili rispetto al livello

delle loro pensioni, che spesso non riescono a tenere il passo dell’inflazione stessa. Molte volte, gli aumenti delle prestazioni pensionistiche non risultano adeguati alla crescita dei prezzi di beni e servizi. L’indicizzazione dei prezzi dei benefit all’inflazione può però mettere sotto pressione i fondi pensione.

## Soluzioni possibili

Esistono diversi tipi di investimenti che possono mitigare specificamente l’impatto complessivo dell’inflazione su un portafoglio individuale o istituzionale. Le obbligazioni indicizzate all’inflazione mirano a fornire una copertura contro gli aumenti imprevisti dell’inflazione. Le attività che generano reddito, come proprietà e infrastrutture, possono in qualche modo attenuare gli effetti dell’inflazione nel breve periodo e più che compensarli nel lungo termine.

Da un punto di vista storico per le azioni, un’inflazione troppo elevata non si è sempre rivelata dannosa per la performance a lungo termine.

Nel complesso, in questo contesto di mercato, si dovrebbe perseguire un approccio prudente e improntato al lungo termine per ciò che riguarda il finanziamento delle pensioni.



## **Aumento globale dell'inflazione** **4**

La più alta inflazione da 40 anni **4**

Eurozona: differenti condizioni in termini di inflazione **7**

Impatto sui mercati finanziari **8**

## **Impatto sulle pensioni e sui regimi pensionistici** **9**

Tassi di sostituzione delle pensioni e protezione dall'inflazione per Paese **11**

del valore reale/potere d'acquisto: chi è a rischio? **12**

Impatto sui promotori dei regimi pensionistici **14**

## **Soluzioni di investimento per un contesto caratterizzato da un'inflazione elevata** **16**

Obbligazioni e swap indicizzati: come mitigare il rischio di inflazione **16**

Real Assets: reddito indicizzato all'inflazione **19**

Investimenti azionari: cosa può mitigare l'inflazione e generare ulteriori rendimenti? **20**

## **Non esiste una soluzione standard. Ma abbiamo gli strumenti per trovarla.** **22**

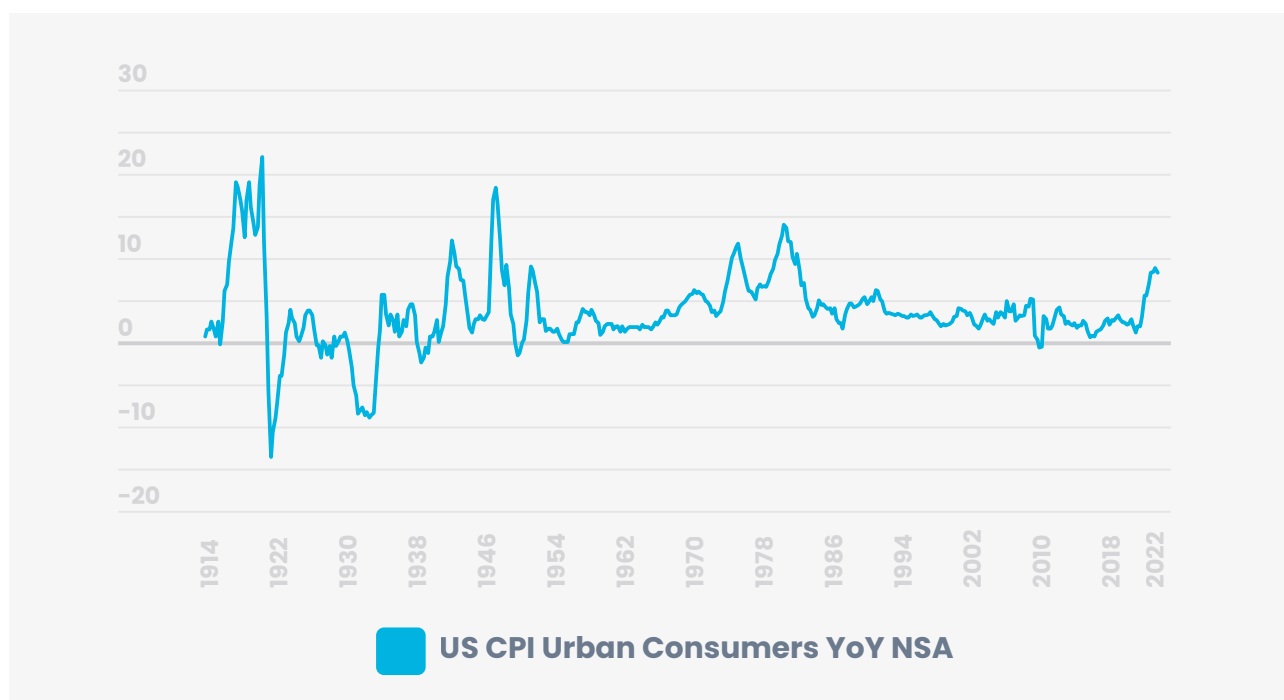
# Aumento globale dell'inflazione.

## La più alta inflazione da 40 anni

A metà del 2022, l'inflazione ha raggiunto un livello che non si vedeva da oltre 40 anni. Anche se confrontata con un periodo che includeva la prima e la seconda guerra

mondiale, la portata del recente aumento dell'inflazione appare significativa (cfr. Figura 1).

**Figura 1: CPI statunitense per i consumatori urbani, su base annua, non destagionalizzato.**



Fonte: Bloomberg, Bureau of Labour Statistics al 09/09/2022

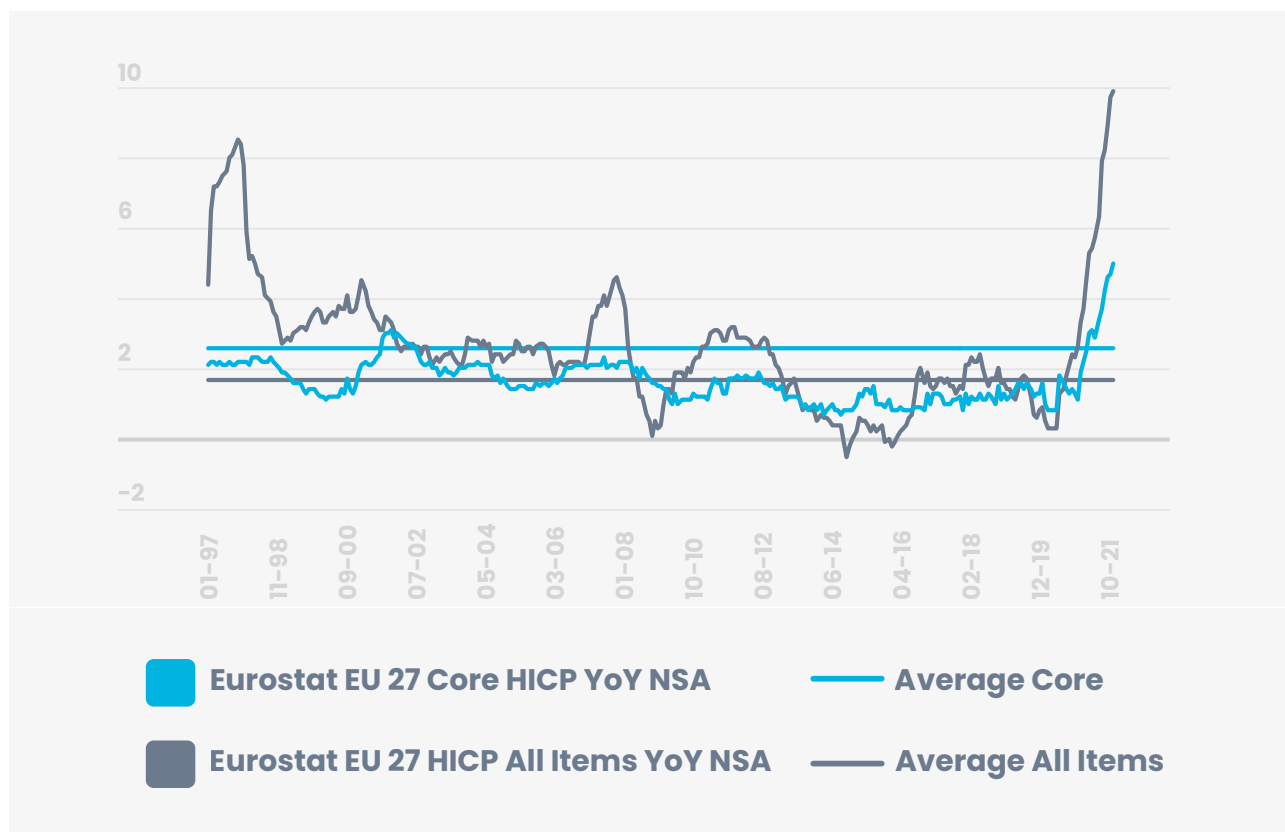
Questo incremento a livello mondiale è determinato principalmente dagli aumenti dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari, la maggior parte dei quali, a loro volta, sono stati causati da:

- Incentivi fiscali e monetari che hanno riversato enormi quantità di liquidità nelle economie
- Tensioni nella catena di approvvigionamento legate alle tendenze della deglobalizzazione, accelerate dalla crisi del Covid, dall'invasione russa dell'Ucraina e dalla politica Zero-COVID in Cina.

Verso la metà del 2022, le pressioni inflazionistiche si sono estese anche a quei settori che, all'inizio dell'anno, erano stati colpiti solo marginalmente o per nulla. Ora invece, sia l'inflazione primaria che quella "core" (inflazione che esclude energia, alimenti, alcool e tabacco) hanno

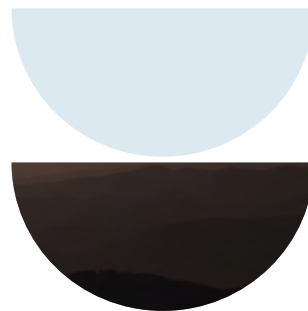
superato i loro livelli medi storici, mentre anche gli aumenti salariali stanno accelerando in alcuni Paesi. Nel complesso, le tensioni inflazionistiche potrebbero permanere per qualche tempo.

**Figura 2: aumenta il prezzo dell'energia e degli alimenti. Anche l'inflazione core è in aumento.**

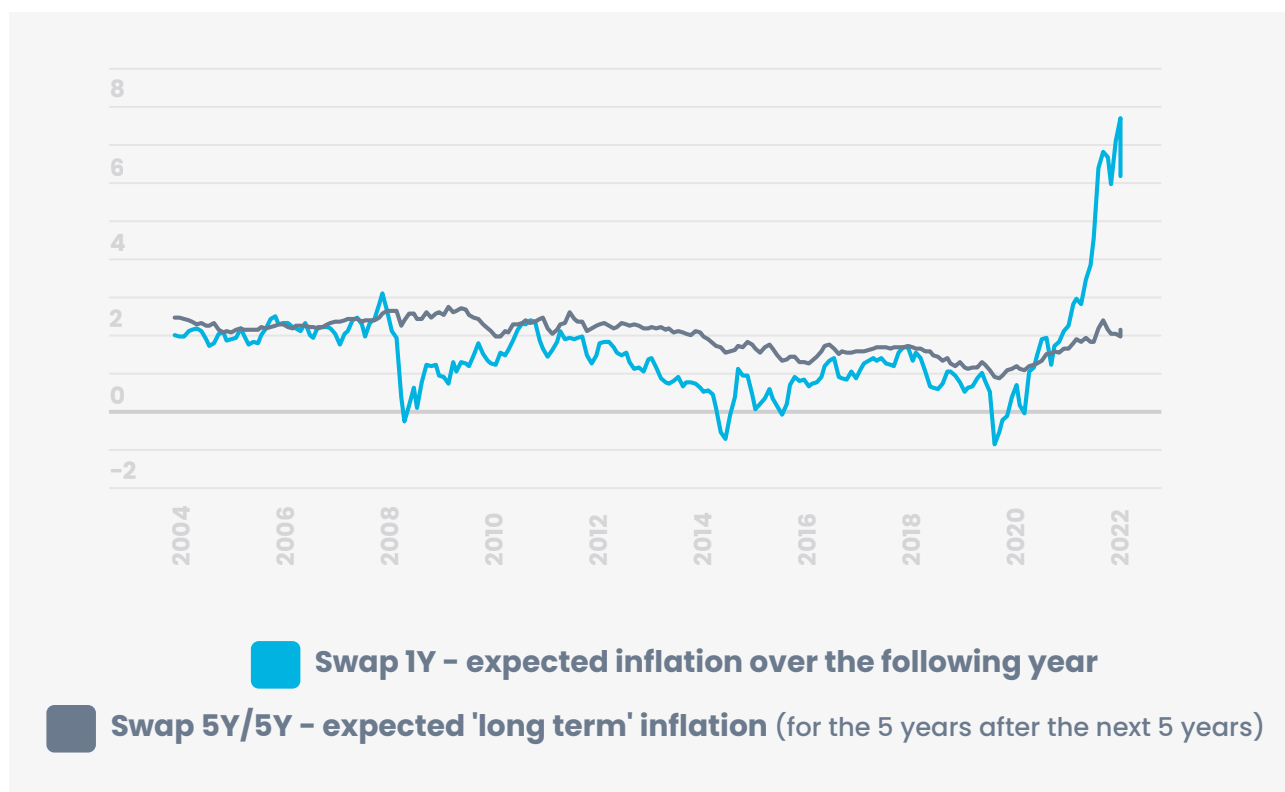


Fonte: Candriam, Bloomberg e Eurostat al 09/09/2022

Qual è quindi lo scenario inflazionistico più probabile? Le attuali aspettative del mercato non prevedono che l'inflazione finirà fuori controllo, quanto piuttosto che rimarrà, per un certo periodo di tempo, al di sopra dei recenti massimi. Partendo da un livello pre-Covid compreso tra l'1% e l'1,5% nell'eurozona, il mercato sconta attualmente un'inflazione che si sta stabilizzando leggermente al di sopra del 2% nel medio-lungo termine.



**Figura 3: quanto sarà alta l'inflazione?**



Fonti: Bloomberg, Candriam - aspettative basate sugli swap zero coupon indicizzati all'inflazione dell'eurozona al 09/09/2022.

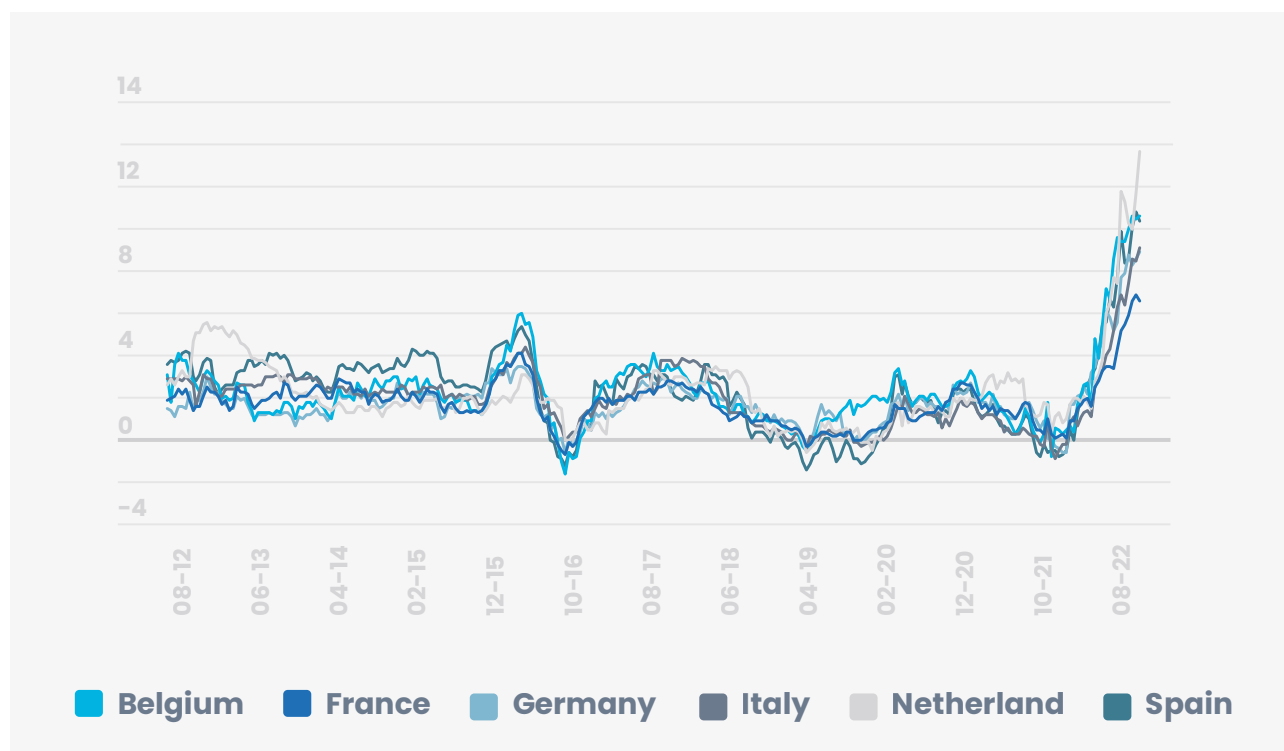
## Eurozona: differenti condizioni in termini di inflazione

L'aumento dell'inflazione sta già facendo sentire il suo effetto sulle persone in tutto il mondo, ma alcune ne saranno influenzate più di altri. Ciò dipenderà dal livello di inflazione nel paese di residenza e dalla presenza di una rete di sicurezza sociale efficace.

Il livello dell'inflazione varia notevolmente nei paesi dell'eurozona, raggiungendo oltre il 12% nei Paesi Bassi e mantenendosi invece attorno al 6% in Francia. La ragione principale di questa divergenza è l'elevata dipendenza di alcuni paesi europei dall'energia straniera (russa) e dall'importazione di cibo.



**Figura 4: l'elevata inflazione che colpisce l'Eurozona, peggiore nei paesi fortemente dipendenti dalle importazioni di energia e alimenti.**



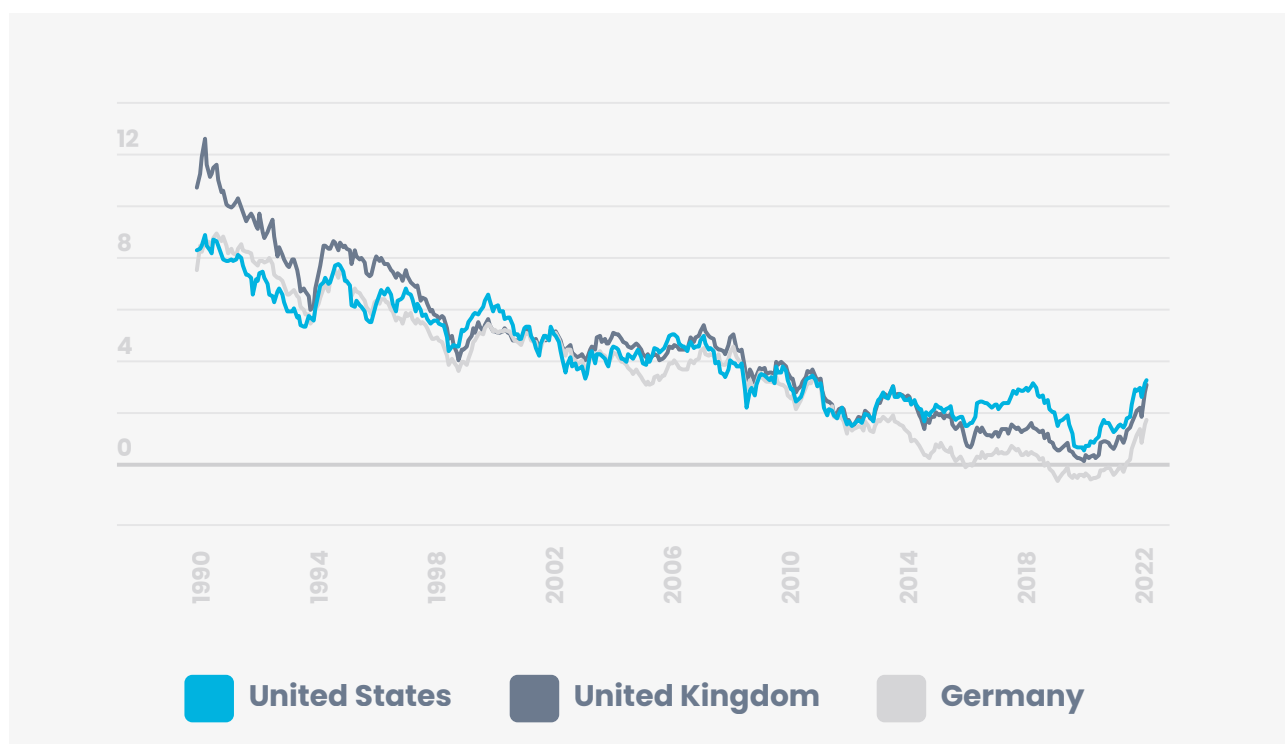
Fonti: Candriam, Bloomberg, Eurostat, al 09/09/2022

## Impatto sui mercati finanziari

Il picco dell'inflazione ha portato la maggior parte delle banche centrali a irrigidire le rispettive politiche monetarie, che prevedevano inizialmente una serie di aumenti dei tassi di interesse. I tassi di interesse sono aumentati bruscamente in tutto il mondo, raggiungendo i livelli più

alti da almeno 10 anni. A fronte di tanta incertezza, la risposta dei mercati finanziari è stata decisamente negativa, con tutte le classi di attivi in affanno nella prima metà del 2022.

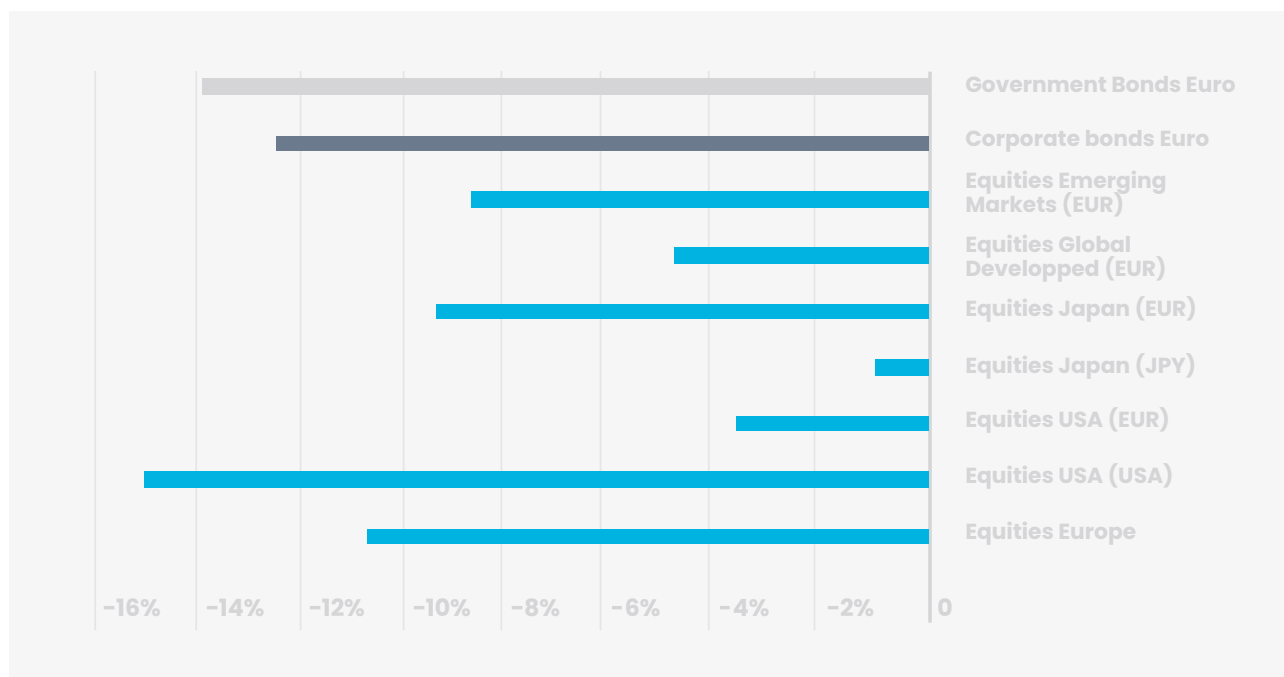
**Figura 5: i rendimenti sono in aumento: decennali tedeschi, britannici e statunitensi.**



Fonte: Candriam e Bloomberg, al 09/09/2022. I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.



**Figura 6: performance degli asset nel 2022.**



Fonte: Candriam, Bloomberg, MSCI Index for Equities, JP Morgan Government Bond EMU Index, Iboxx Euro Corporate Bond Index, performance del rendimento totale netto dal 31/12/2021 al 09/09/2022. I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.

**Tutti questi elementi stanno mettendo in difficoltà i mercati finanziari e la società, con un impatto diffuso sulle pensioni a vari livelli.**

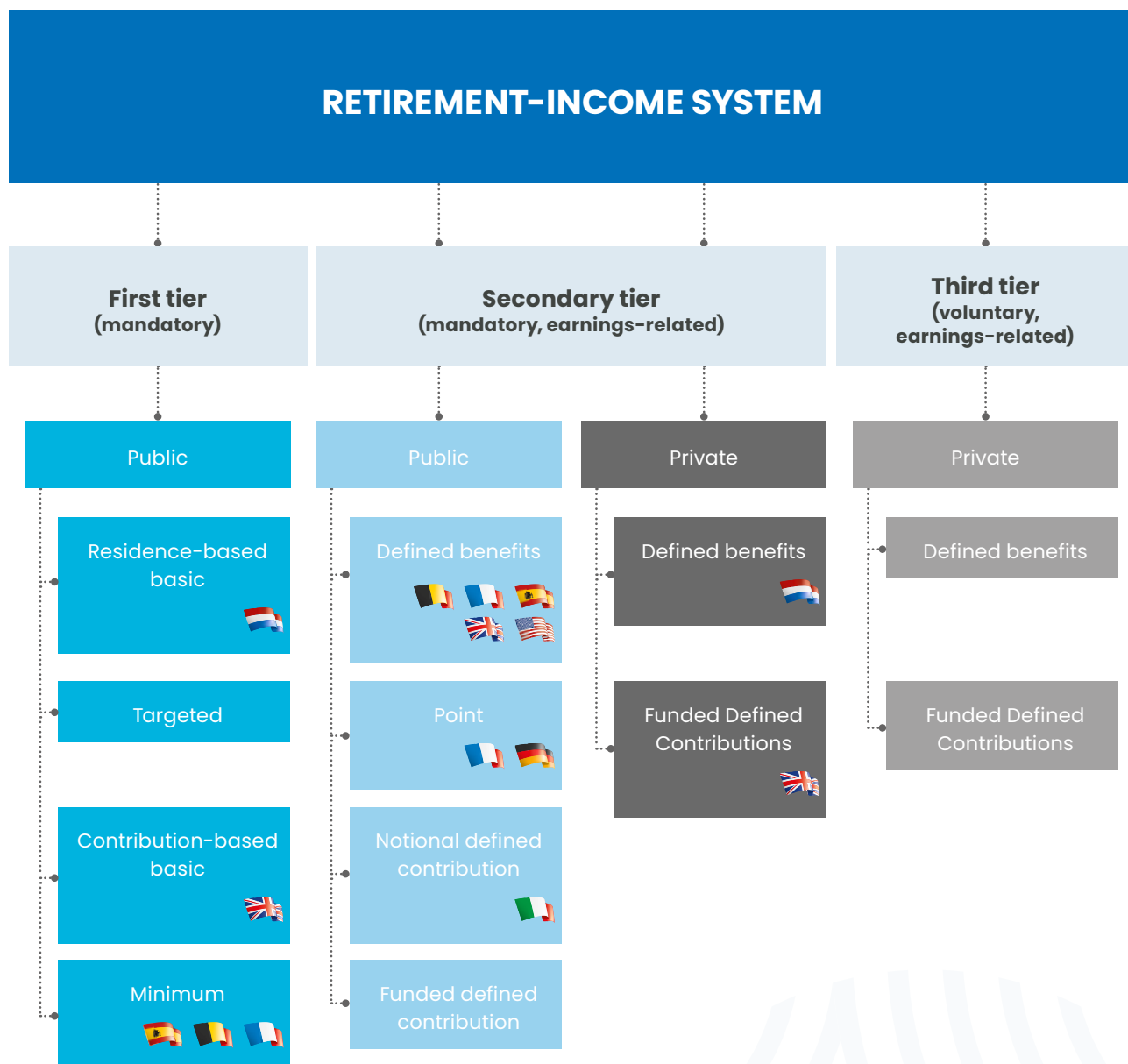
# Impatto sulle pensioni e sui regimi pensionistici.

La progettazione dei sistemi pensionistici varia ampiamente tra i diversi paesi/giurisdizioni. I vari sistemi sono caratterizzati da una propria impronta legata alla storia, alla cultura e alle tradizioni nazionali/regionali e sono stati continuamente modificati dai governi che si sono succeduti, interessati a realizzare i loro obiettivi politici, economici e demografici. Alcune tipologie di fondi pensione, per lo più quelli statali, sono pagati con i contributi delle persone che lavorano. Dall'altro lato, le prestazioni pensionistiche private (aziendali) sono di

solito basate sui contributi versati nel fondo prima della pensione e sulla bontà degli investimenti di tale fondo.

In quasi tutti i casi, però, il pensionamento determina un calo nel reddito della persona e, di conseguenza, anche nel tenore di vita. Questo impatto può essere fondamentale per i pensionati a basso reddito, dato che questo gruppo è quello con meno probabilità di avere ulteriori risparmi sui quali fare affidamento per sostenere il costo della vita.

Figura 7: tassonomia OCSE in materia di erogazione delle pensioni.



Fonte: OECD<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance\\_19991363](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance_19991363)

# Tassi di sostituzione delle pensioni e protezione dall'inflazione per Paese

Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, le pensioni statali coprono un livello minimo di reddito per garantire che i pensionati non vivano in povertà. Tale reddito è in genere integrato da pensioni private o da risparmi individuali. Nel Regno Unito, l'intero importo della pensione statale era di 185 GBP a settimana a metà del 2022. Negli Stati Uniti, il livello delle pensioni statali dipende dal livello di reddito precedente al pensionamento. Ad esempio, una persona che guadagna 1.250 USD al mese riceverà una pensione statale di 731 USD, mentre con uno stipendio di 3.000 USD si otterrebbero 1.179 USD e con 6.000 USD si riceverebbero 1.805 USD. Nel Regno Unito, i dipendenti beneficiano dell'iscrizione automatica a un regime pensionistico professionale, mentre negli Stati Uniti i datori di lavoro privati non hanno l'obbligo di fornire pensioni supplementari.

In Francia, Germania, Italia e Spagna, la maggior parte del reddito dei pensionati è erogato dalle pensioni statali. In alcuni paesi, i datori di lavoro possono istituire pensioni supplementari per i loro dipendenti. Questo è stato ad esempio il caso dei grandi datori di lavoro in Germania.

Nei Paesi Bassi, il livello della pensione statale AOW<sup>2</sup> era, nel luglio 2020, pari a € 1.271 lordi al mese, cifra che, come nel Regno Unito, rappresenta il livello forfettario indipendentemente dal reddito percepito durante il periodo di occupazione; tuttavia, la maggior parte della popolazione è coperta da un regime pensionistico privato aziendale o settoriale.

**Figura 8: tassi di sostituzione delle pensioni ai redditi (in %) per paese.**

% guadagni individuali rispetto alla media	Sostituzione lorda (pensioni obbligatorie)			Sostituzione netta (pensioni obbligatorie)			Sostituzione netta (obbligatorie + volontarie)		
	50%	100%	200%	50%	100%	200%	50%	100%	200%
Belgio	67,5	43,4	29,2	70,9	52,2	51,9	86,8	74,2	81,3
Francia	60,2	60,2	51,9	71,3	74,4	64,5			
Germania	46,5	41,5	33,0	57,9	52,9	41,9	75,0	70,2	58,3
Italia	74,6	74,6	74,6	78,4	81,7	84,6			
Paesi Bassi	73,1	69,7	68,0	84,7	85,3	81,0			
Spagna	73,9	73,9	67,0	80,1	80,3	74,7			
Regno Unito	70,6	49,0	38,2	79,2	58,1	47,7			
USA	49,6	39,2	27,9	61,0	50,5	39,0	111,7	95,8	83,2

Fonte: Pensions at a Glance 2021, OCSE

**Come leggere questa tabella (dati in blu):** negli Stati Uniti, il tasso di sostituzione della pensione (al netto delle imposte) legato alle pensioni obbligatorie per i lavoratori con redditi medi (100% del livello medio del reddito nel paese) è pari al 50,5% dello stipendio, mentre in Francia è del 74,4%. Il tasso

di sostituzione della pensione lorda legato alle pensioni obbligatorie per chi guadagna il 50% della retribuzione media nei Paesi Bassi (persone con redditi più bassi) è pari al 73,1% dello stipendio.

<sup>2</sup> La pensione AOW è una pensione statale di base fornita dal governo olandese a persone che hanno raggiunto l'età pensionabile. AOW è l'acronimo di Algemene Ouderdomswet, il National Old Age Pensions Act. Una persona ne ha diritto se risulta assicurata nell'ambito del regime pensionistico olandese AOW. <https://www.netherlandsworldwide.nl/aow-pension-abroad/what-is-aow>

# Diminuzione del valore reale/potere d'acquisto: chi è a rischio ?

## Pensioni pubbliche

La maggior parte della protezione dagli effetti dell'inflazione (indicizzazione all'inflazione) proviene dalle pensioni statali. Di conseguenza, le persone vulnerabili all'inflazione sono quelle nei paesi in cui le pensioni statali sono basse, come il Belgio, la Germania, il Regno Unito e gli Stati Uniti, e vengono solitamente integrate con il reddito pensionistico aziendale, che contribuisce a coprire i costi di vita durante il pensionamento.

Nei paesi in cui le pensioni statali obbligatorie, in media, rappresentano la maggior parte delle entrate dei pensionati, l'indicizzazione all'inflazione è soggetta anche ad altre considerazioni relative al disavanzo corrente o futuro del sistema. Ad esempio, in Francia dal 2013, i pagamenti delle pensioni statali (su base lorda) sono rimasti arretrati rispetto all'inflazione, sia per il regime pensionistico generale (CNAV) che per quelli professionali complementari (AGIRC, ARRCO).

**L'inflazione rappresenta una grave minaccia per le entrate dei pensionati quando le prestazioni pensionistiche non sono indicizzate all'inflazione. Tuttavia, come abbiamo accennato, le pensioni obbligatorie di solito forniscono una qualche forma di protezione dall'inflazione, come mostrato nella tabella seguente.**



**Figura 9: pensioni pubbliche e obbligatorie con prestazioni previdenziali definite.**

**Indicizzazione delle pensioni statali (e delle pensioni professionali complementari nei Paesi Bassi)**

<b>Belgio</b>	Prezzi
<b>Francia</b>	Prezzi delle pensioni generali (CNAV), prezzi e salari adeguati per la sostenibilità del sistema pensionistico a partire dal 2023 per le pensioni complementari (AGIRC ARRCO)  Dal 1948 al 1987, le pensioni sono state indicizzate al salario medio. Da allora, in diverse occasioni, l'esecutivo aveva scelto di de-indicizzare le pensioni per risparmiare.
<b>Germania</b>	Salari adeguati per la sostenibilità del sistema pensionistico
<b>Italia</b>	Prezzi
<b>Paesi Bassi</b>	AOW (pensione statale): indicizzata al salario minimo  Le pensioni professionali mirano all'indicizzazione dei prezzi, ma l'indicizzazione totale dipende dal rapporto tra passività e attività.
<b>Spagna</b>	[0,25%; prezzo +0,5%], a seconda della solidità finanziaria del regime
<b>Regno Unito</b>	Meccanismo del "Triple Lock" <sup>3</sup> : max. (prezzi, salari, 2,5%) per la pensione di base
<b>USA</b>	Prezzi

Fonte: Pensions at a Glance 2021, OCSE; Panorama des systèmes de retraites en France et à l'étranger, 2020, Conseil d'Orientation des Retraites

## Pensioni private

I regimi pensionistici professionali istituiti negli ultimi decenni offrono un livello di indennità notevolmente inferiore a quello precedente. Inoltre, il passaggio da prestazioni definite a regimi contributivi definiti è ormai in fase avanzata e le entrate dei futuri pensionati sono maggiormente legate all'andamento dei mercati che alle variazioni del costo della vita.

Anche al di fuori dei regimi contributivi definiti, la protezione dall'inflazione non è perfetta al 100%. La maggior parte dei regimi pensionistici olandesi è stata auto-

rizzata a congelare l'indicizzazione delle prestazioni pensionistiche ai prezzi per riuscire a mantenere la solvibilità e, a quanto pare, contribuire all'equità tra le generazioni in un contesto caratterizzato da tassi bassi e cambiamenti demografici minimi. I regimi a prestazioni previdenziali definite del Regno Unito di solito adeguano le pensioni all'indice dei prezzi al dettaglio (RPI), con un limite pari o inferiore al 5% all'anno. Ciò significa che gli attivi dei fondi pensione verrebbero deprezzati del 6% nel corso di un anno a fronte di un aumento dell'11% dell'RPI.

<sup>3</sup> Un "triple lock" è stato introdotto alle pensioni statali del Regno Unito nel 2010. Si trattava di una garanzia del fatto che la pensione statale non avrebbe perso valore in termini reali, e che sarebbe aumentata almeno in linea con l'inflazione. Comprende tre misure distinte di inflazione ("triple lock").

# Impatto sui promotori dei regimi pensionistici.

## Pensioni **pubbliche**

Come abbiamo accennato, i regimi pensionistici statali sono in genere finanziati dai contributi delle persone che attualmente lavorano. Poiché i contributi sono proporzionali ai salari, la loro crescita potrebbe compensare l'incremento nei pagamenti delle prestazioni pensionistiche se, a parità di condizioni, gli aumenti salariali seguissero l'inflazione. Tuttavia, diversi meccanismi possono danneggiare questa copertura "naturale":



- Gli adeguamenti salariali all'inflazione possono richiedere tempo per concretizzarsi
- I contributi pensionistici non sono sempre calcolati sull'intero stipendio
- Gli shock inflazionistici possono incidere negativamente sul mercato del lavoro, interessando l'importo complessivo dei contributi pensionistici raccolti
- I contributi delle imprese possono essere congelati da una decisione politica in caso di recessione economica per alleviare la pressione sulle imprese
- Le riserve delle pensioni statali sono investite in classi di attivi che non generano un rendimento sufficiente a compensare l'inflazione

## Regimi pensionistici **privati**

La protezione dall'inflazione offerta dai fondi pensione a prestazioni definite deve essere finanziata mediante una strategia di investimento di successo o da parte dei promotori del regime, e può assumere due forme:

- Contributi supplementari al fondo pensione per compensare l'effetto dell'aumento delle passività
- Aumento della passività netta del promotore del fondo pensione, eventualmente garantita dagli asset della società

Aumentare i contributi in denaro non è l'opzione preferita in quanto le aziende generalmente desiderano utilizzare la liquidità per le loro operazioni. Non ci aspettiamo che questo cambi nel contesto del 2022, quando anche la

loro base di costi è stata gravemente influenzata dall'elevata inflazione. I contributi sono inoltre ripartiti nel tempo e non si traducono immediatamente in una compensazione dell'aumento della passività del fondo pensione ai suoi membri.

La passività netta del promotore del fondo pensionistico è la differenza tra gli asset disponibili per il fondo pensione e le sue passività nei confronti dei titolari dei piani (pagamenti). Utilizzando i principi dello IAS 19<sup>4</sup>, il valore di questa responsabilità netta del promotore potrebbe essere diminuito a causa dell'enorme importanza dei tassi di sconto, che sono aumentati di circa il 2% tra la fine di dicembre 2021 e la fine di giugno 2022.

4 La norma stabilisce il principio secondo cui il costo dell'erogazione dei prestazioni per i dipendenti dovrebbe essere riconosciuto nel periodo in cui il beneficio viene guadagnato dal dipendente, invece di quando risulta pagato o pagabile, e descrive come viene misurata ogni categoria di prestazioni per i dipendenti, fornendo indicazioni dettagliate in particolare su quelli post-occupazione. [https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19\\_1998](https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19_1998)

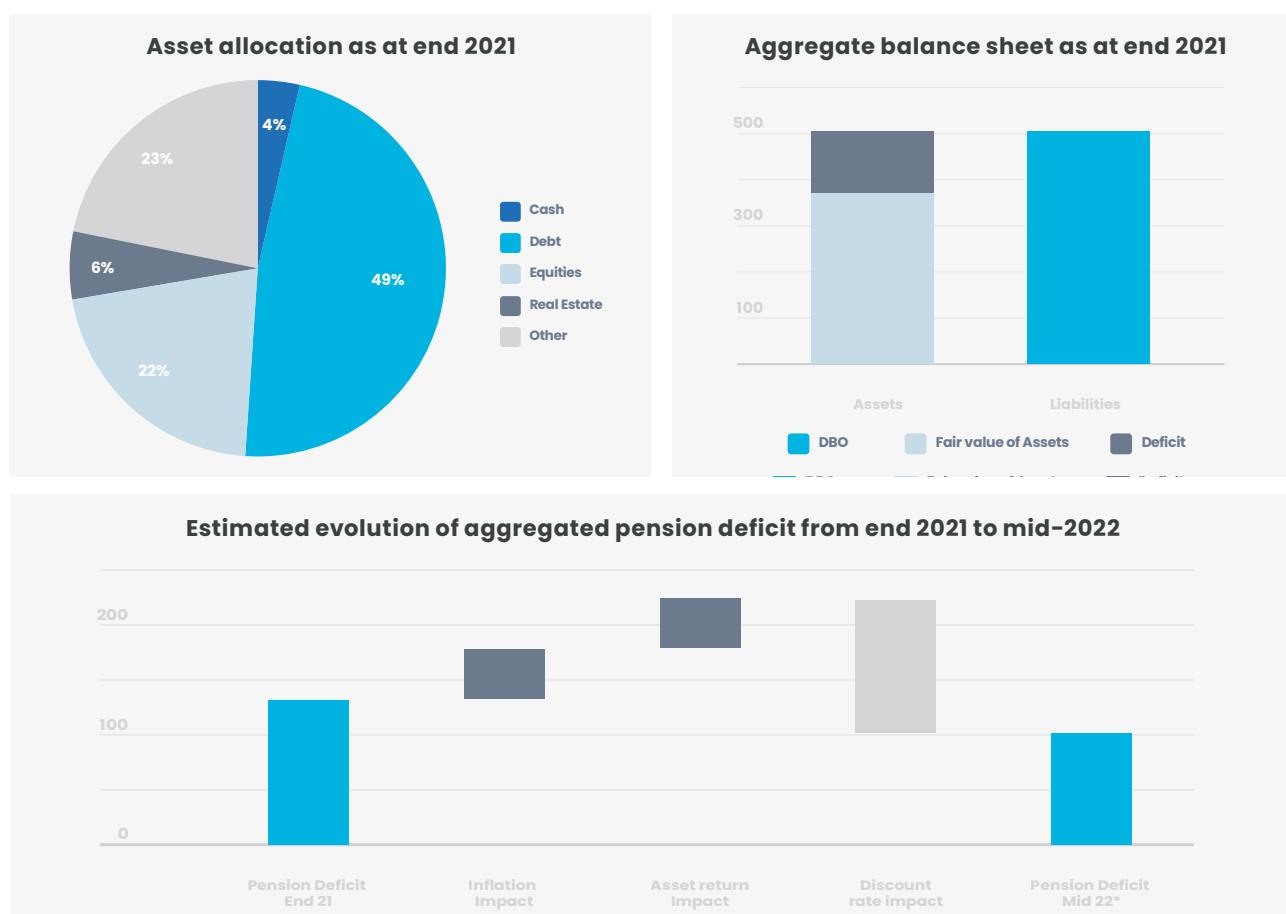
## Pensioni aziendali europee: come sono cambiate le passività dei fondi a prestazioni definite? (Dall'esercizio fiscale 2021 a metà-2022)

In questo articolo abbiamo voluto valutare il potenziale problema dei regimi pensionistici aziendali europei. Consideriamo il valore totale aggregato del deficit delle prestazioni post-impiego dello IAS 19 di tutte le società presenti nell'indice Eurostoxxx 50™. Nell'esercizio fiscale 2021, esso ammontava a circa € 130 miliardi, ripartiti tra un DBO (Defined Benefits Obligation) aggregato di € 500 miliardi e un valore patrimoniale complessivo di € 370 miliardi.

Sulla base delle relazioni annuali societarie dei costituenti dell'indice Eurostoxxx50, le previsioni medie di inflazione a lungo termine sono attualmente pari all'1,8% per l'eurozona, al 2,3% per gli Stati Uniti e al 3,3% per l'RPI del Regno Unito nel 2021. Se consideriamo uno scenario, attualmente ritenuto altamente improbabile dagli analisti di mercato, in cui l'inflazione dovesse aumentare in realtà di 75 punti base per ciascuno di questi tre mercati, provocando uno shock sull'inflazione acquisita e sulla performance degli asset, il disavanzo aggregato crescerebbe di € 90 miliardi.

Tuttavia, se si adegua anche il tasso di sconto delle passività (finanziamento vs valore), il disavanzo diminuirà di € 120 miliardi. Alla fine, l'impatto positivo dei tassi d'interesse più elevati potrebbe compensare tutti gli altri effetti negativi. Ciò detto, questo può variare notevolmente a seconda degli standard e dei regolamenti nazionali in materia di pensioni e delle singole norme dei piani.

**Figura 10: piani pensionistici occupazionali Eurostoxx 50: vista aggregata.**



\* Escluso il costo del servizio, il costo degli interessi netti e il massimale delle attività  
Fonte: Candriam, Bloomberg, aggregato delle relazioni annuali della società al 09/09/2022

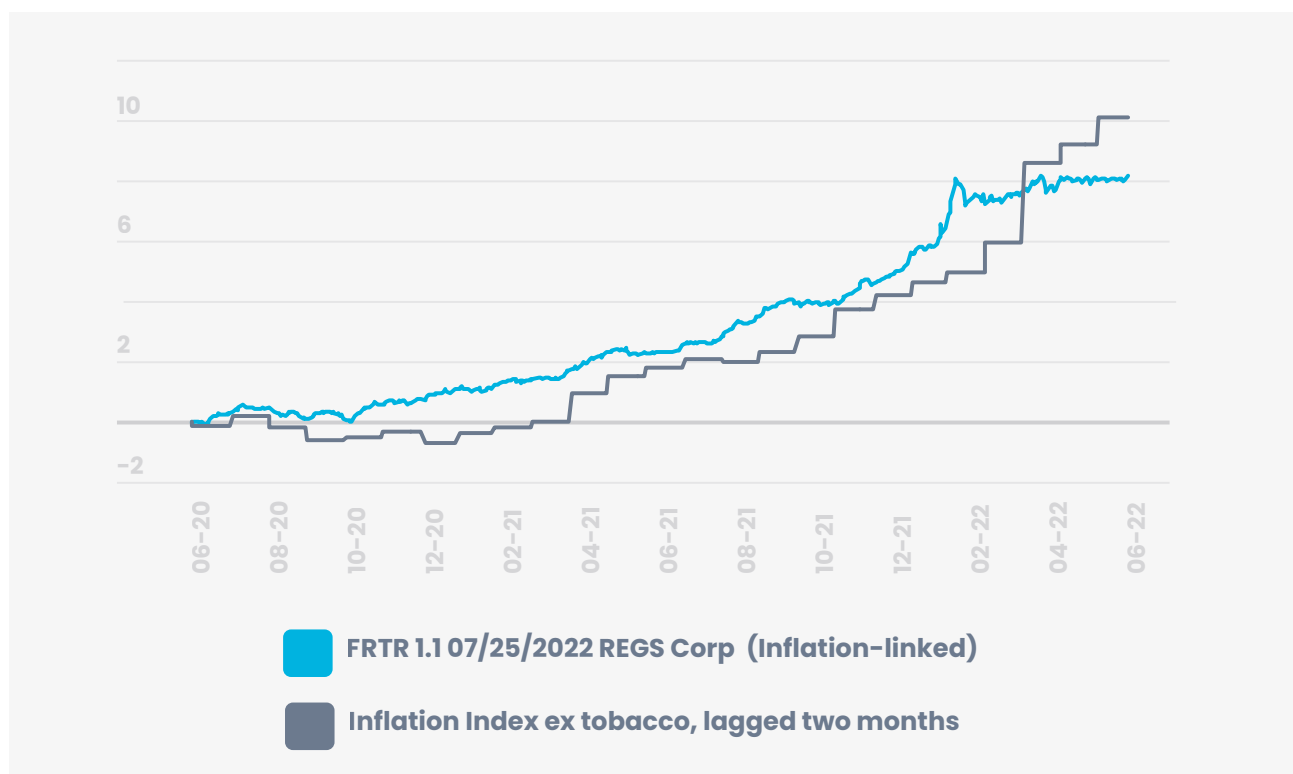
# Soluzioni di investimento per un contesto caratterizzato da un'inflazione elevata.

## Obbligazioni e swap indicizzati: come mitigare il rischio di inflazione

Crediamo che nell'attuale contesto di mercato, la migliore copertura contro gli aumenti inaspettati dell'inflazione sia rappresentata dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione, preferibilmente per l'estremità corta della curva. Le cedole e il valore nominale vengono adeguati nel tempo in linea con un indice di riferimento dell'inflazione, al fine di proteggere le attività interessate dagli aumenti del CPI quando superano le aspettative del mercato. La maggior parte di queste obbligazioni sono emissioni

sovrane, che comportano un rischio di inadempienza minimo. Gli swap sull'inflazione offrono lo stesso tipo di protezione sfruttando l'esposizione all'inflazione di un portafoglio di investimenti. Tutto sommato, riteniamo che questi investimenti possano essere utilizzati come uno strumento efficace contro gli improvvisi aumenti dell'inflazione, anche se offrono un limitato potenziale di rendimenti aggiuntivi.

**Figura 11: obbligazioni sovrane francesi indicizzate all'inflazione a breve termine: monitoraggio dell'indice di inflazione.**



Fonti: Candriam, Bloomberg, Eurostat, al 09/09/2022. I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.



Anche se sono di gran lunga il modo più efficace e "puro" per ridurre il rischio di inflazione, questi tipi di strumenti finanziari hanno anche i loro limiti. In primo luogo, **di solito è troppo tardi (troppo costoso) acquistare copertura se il mercato aveva già scontato elevate aspettative di inflazione e la successiva domanda di obbligazioni e swap indicizzati all'inflazione si riflette già nei loro prezzi (alti). Inoltre, questo tipo di copertura può essere molto meno efficiente se il livello di inflazione ampiamente**

**atteso risulta essere superiore all'inflazione acquisita in pochi anni.** In secondo luogo, è la loro sensibilità ad altri fattori di rischio, che può comportare un disallineamento tra l'esposizione all'inflazione interna degli investitori e la minore profondità di mercato. Nel breve termine, anche l'andamento delle obbligazioni indicizzate all'inflazione può fortemente deviare dall'inflazione.

## Obbligazioni indicizzate all'inflazione

**Le obbligazioni indicizzate all'inflazione sono di solito emesse dai governi. In Europa e negli Stati Uniti, esse rappresentano una piccola parte del debito pubblico totale in essere, ma si tratta comunque di una grande quantità di denaro in termini assoluti.**

		Emissione di obbligazioni indicizzate all'inflazione in essere, in valuta locale, al giugno 2022	% di emissioni sovrane totali indicizzate all'inflazione aggiornata a giugno 2022	Asset del piano di risparmio pensionistico alla fine del 2020
Eurozona mld €	<b>Germania</b>	<b>57</b>	<b>4,5%</b>	
	<b>Spagna</b>	<b>61</b>	<b>5,9%</b>	
	<b>Francia</b>	<b>200</b>	<b>10,8%</b>	
	<b>Italia</b>	<b>137</b>	<b>8,2%</b>	
	<b>Altri</b>			
	<b>Totale</b>	<b>456</b>	<b>6,2%</b>	<b>3.051</b>
Regno Unito mld £		<b>367</b>	<b>19,4%</b>	<b>2.679</b>
Stati Uniti mld USD		<b>1.356</b>	<b>8,3%</b>	<b>35.491</b>

Fonte: Candriam, Bloomberg e OCSE

Un'osservazione importante a questo punto è che le attuali dimensioni delle obbligazioni indicizzate all'inflazione non sono sufficienti a coprire tutti i diritti di esposizione all'inflazione delle pensioni. Nel Regno Unito, la propensione al de-risking dei fondi pensione

a prestazioni definite è stata spesso descritta come una fonte di distorsione dei prezzi e della liquidità per le obbligazioni indicizzate all'inflazione, che le ha rese più costose per via delle loro caratteristiche di copertura.

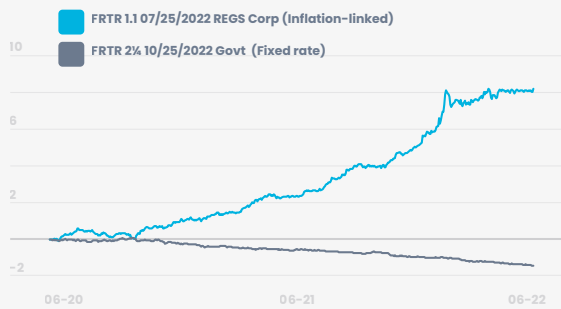
Matematicamente, il prezzo di un'obbligazione indicizzata all'inflazione in data  $t$ , con scadenza nell'anno  $t_N$  e cedola reale  $c$  può essere rappresentato come segue  $B^{IL}(t, t_N) = I(t) \times B^r(t, t_N)$ , con

- $I(t)$  è il rapporto di inflazione, vale a dire il rapporto tra il valore dell'indice di inflazione in data  $t$  e il valore dell'indice alla data di emissione
- $B^r(t, t_N) = \sum_{i=1}^N \frac{c}{(1+r(t, t_i))^{t_i-t}} + \frac{1}{(1+r(t, t_N))^{t_N-t}}$  la somma di future cedole reali e il capitale scontato alla curva dei tassi reali in data  $t$ ,  $\{r(t, t_i); i = 1, \dots, N\}$

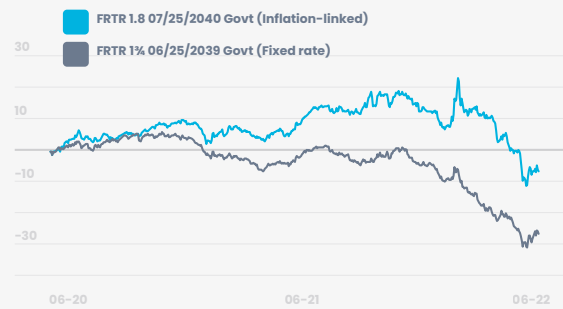
Vediamo qui che il prezzo delle obbligazioni indicizzate all'inflazione è sensibile anche ad altri fattori di rendimento diversi dall'inflazione, vale a dire i tassi di interesse reali e gli spread dei titoli di Stato dell'eurozona. Un rapido aumento dell'inflazione inciderebbe anche su questi fattori, che potrebbero innescare fluttuazioni dei prezzi di questi titoli a reddito

fisso nel breve termine, ancora più che un cambiamento del livello di inflazione. È possibile migliorare la correlazione con l'inflazione acquisita investendo in obbligazioni a scadenza più breve, ma risulta poi più complesso definire un rapporto di attività e passività che corrisponda sia alla sensibilità all'inflazione che ai flussi di cassa per scadenza.

### Performance of short term bonds



### Performance of long term bonds

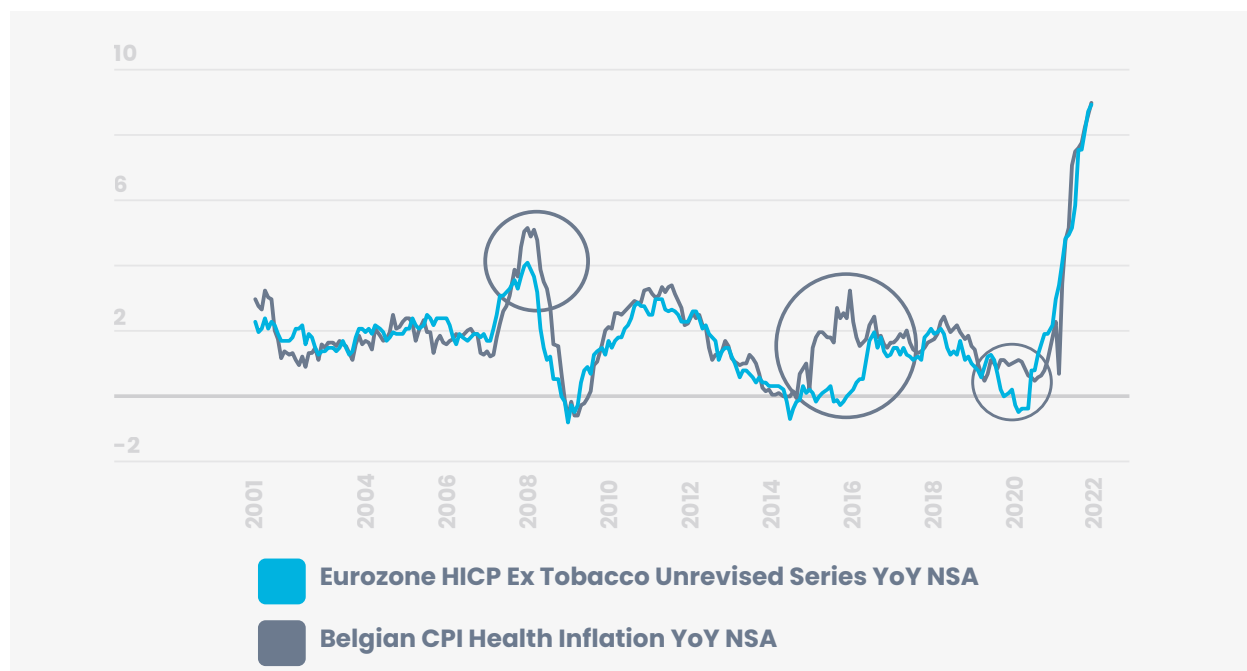


Fonte: Bloomberg, luglio 2022. I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.

Inoltre, vi è il rischio di base (di squilibrio) tra l'indice di inflazione al quale questi strumenti a reddito fisso sono collegati e l'esposizione all'inflazione dei fondi pensione.

Ad esempio, nel Regno Unito, gli strumenti indicizzati all'inflazione sono collegati all'indice dei prezzi al dettaglio (RPI), mentre alcune pensioni sono ora indicizzate all'indice dei prezzi al consumo (CPI). Nell'eurozona, sono principalmente legati all'indice armonizzato dei

prezzi al consumo escluso il tabacco, mentre alcune obbligazioni francesi e italiane sono indicizzate al loro CPI nazionale. Inoltre, in Belgio tutti i salari e alcune pensioni sono indicizzati all'indice dei prezzi al consumo belga, che a volte è fortemente diverso dall'IAPC in euro. Pertanto, sebbene la copertura offerta dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione rimanga efficace, essa risulta imperfetta a causa delle differenze nelle misurazioni dell'inflazione utilizzate dai diversi governi.



Fonte: Bloomberg, Eurostat, Istituto belga di statistica nazionale al 09/09/2022. I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.

# Real Assets: reddito indicizzato all'inflazione

I Real Assets, in particolare gli immobili e le infrastrutture, offrono una copertura parziale contro l'inflazione perché alcuni dei loro ricavi sono direttamente o indirettamente legati all'inflazione. Tuttavia, il prezzo di tali attivi è anche collegato ad altri fattori come i tassi di interesse, che possono compensare l'aumento dei redditi dovuto all'inflazione. Ma, in definitiva, tutti questi attivi dovrebbero fornire un rendimento in eccesso al di sopra dell'inflazione nel corso del ciclo economico.

## Proprietà

Nella maggior parte dei mercati europei, l'indicizzazione dell'inflazione è una caratteristica degli accordi di locazione, quindi ogni aumento dell'inflazione si riflette normalmente in automatico nei livelli degli affitti e del reddito operativo netto, nella maggior parte dei casi su base annua, fornendo una copertura diretta.

Inoltre, la natura dello stile di investimento Core Plus<sup>5</sup> è ben adattata per far fronte all'inflazione, dato che:

- Permette di concentrare il rischio sulla locazione degli immobili liberi e sull'estensione dei contratti di locazione: ciò fornisce una leva operativa e la capacità di aumentare rapidamente il prezzo dei canoni di affitto quando questi aumenti sono trainati dall'inflazione. Questo migliora l'efficacia della "copertura" dall'inflazione.

## Infrastrutture

Le infrastrutture coprono una serie di investimenti, tra cui energia, trasporti e servizi pubblici, caratterizzati in molti casi da flussi di reddito regolamentati e prevedibili e da elevati ostacoli all'accesso. Tali investimenti possono offrire una protezione contro l'inflazione.

Ad esempio, in molti paesi, i pedaggi stradali sono correlati in qualche modo all'inflazione. I ricavi delle società pubbliche regolamentate che gestiscono acqua ed energia sono spesso legati all'inflazione per legge. Tuttavia, non tutte le infrastrutture beneficiano di queste condizioni. In alcuni casi, gli operatori dell'infrastruttura hanno un sufficiente potere di determinazione dei prezzi tale da trasferire l'inflazione ai loro consumatori, ma alcuni prezzi possono anche essere congelati con una decisione politica. Altri sottosectori hanno legami minimi con l'inflazione.

- Questo approccio ricerca attivi che presentano piccoli svantaggi che sono valutati in modo tale da riflettere un livello di incertezza circa la locazione. Pertanto, si concentra su immobili che rendono più di quelli con affitti stabili. Questi rendimenti aumentano quando i manager affittano spazio e adeguano i canoni di locazione al valore di mercato. L'effetto combinato di un entry yield più elevato e dell'aumento del reddito operativo netto (NOI)<sup>6</sup> offre al gestore dell'investimento un significativo "margine di sicurezza" rispetto al rendimento di base e fornisce livelli superiori di copertura degli interessi. Questo spesso permette di mitigare gli aumenti negativi dei rendimenti, così come il rischio di inflazione.



<sup>5</sup> Core Plus è uno stile di gestione degli investimenti che consente ai manager di aumentare una base centrale di partecipazioni con strumenti che offrono maggiore rischio ma anche un potenziale di rendimento superiore.

<sup>6</sup> Una formula che gli analisti del mercato immobiliare usano per calcolare rapidamente la redditività di un particolare investimento. Determina la rendita e la redditività degli immobili investiti dopo aver detratto le spese operative necessarie.



## Investimenti azionari: cosa può mitigare l'inflazione e generare ulteriori rendimenti?

Anche se l'elevato regime inflazionistico tra la seconda metà del 2021 e il 2022 è stato accompagnato da cali dei mercati azionari, riteniamo che una moderata inflazione che non superi le aspettative attuali non danneggerebbe necessariamente i rendimenti delle azioni.

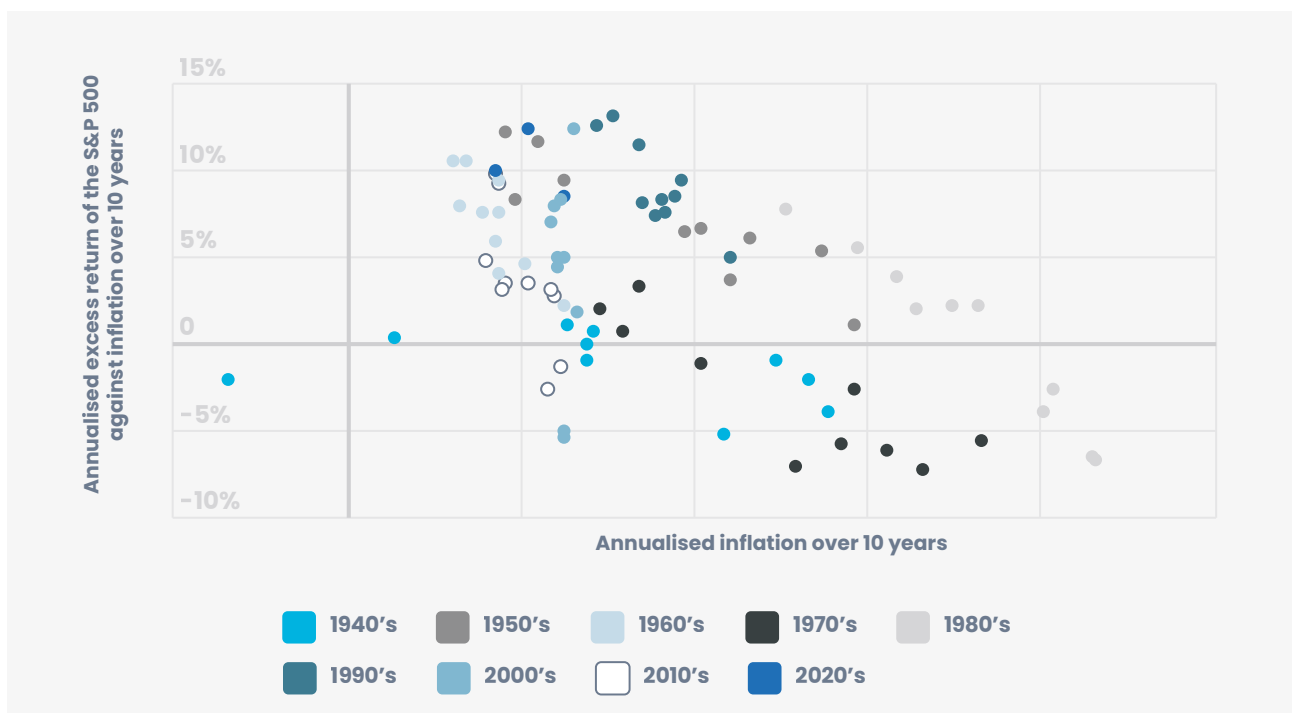
Dobbiamo innanzitutto rilevare che l'equilibrio tra contributi, prestazioni e rendimenti degli investimenti deve essere raggiunto nel lungo termine, il che significa operare una pianificazione per la durata media della vita umana.

Con un tale orizzonte temporale ha senso assumere alcuni rischi e investire in classi di attivi con rendimenti attesi maggiori, come le azioni. Durante il secolo scorso, l'indice S&P 500 ha reso in media circa il 6% all'anno, senza

tener conto dei dividendi distribuiti. Nello stesso periodo, l'inflazione è stata prossima al 3%. Nel lungo termine, i rendimenti azionari dovrebbero essere superiori all'inflazione, in quanto le imprese adeguano i propri prezzi per rimanere redditizie e sfruttano gli incrementi di produttività e l'innovazione.

Tuttavia, l'eccesso di rendimento delle azioni sull'inflazione non è costante nel tempo e nei vari regimi inflazionistici, come mostrato nel grafico sottostante. Quando l'inflazione supera il 4% in media su un decennio, l'eccesso di rendimento delle azioni rispetto all'inflazione diminuisce fortemente, ma al di sotto di tale dato, il rendimento in eccesso rimane generalmente fortemente positivo.

**Figura 12: rendimento azionario annualizzato al netto dell'inflazione in 10 anni (asse verticale) rispetto all'inflazione annualizzata. 10 punti al decennio, ogni punto rappresenta la fine di un anno del decennio.**



Fonte: Bloomberg, S&P, US Bureau of Labor Statistics, Candriam al 09/09/2022. <https://bondvigilantes.com/>

Fintanto che l'attuale regime di inflazione non deraglia come negli anni '70 e '80, le azioni dovrebbero continuare a offrire rendimenti interessanti, se adeguati all'inflazione. E durante questi due decenni, le performance di obbligazioni e azioni erano quasi comparabili, tanto che nessuna classe di attivi standard generica fu in grado di generare un significativo rendimento al di sopra dell'inflazione.



7 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1109.pdf>

# **Non esiste una soluzione standard. Ma abbiamo gli strumenti per trovarla.**

**L'inflazione e i tassi di interesse sono aumentati fino a raggiungere livelli mai visti in 40 anni. Pertanto, non ha senso cercare soluzioni pronte all'uso nel passato recente, semplicemente perché non ce ne sono.**

**Ecco perché i fondi pensione si trovano oggi di fronte all'urgente necessità di determinare strategie di investimento prudenti, diversificate e flessibili, che possano essere facilmente modificate in base alle condizioni del mercato e ai relativi livelli di finanziamento. Molti investitori con importanti esposizioni alle obbligazioni nei loro portafogli previdenziali, potrebbero anche dover riesaminare per rivedere la correlazione di attività e passività in termini di durata e sensibilità all'inflazione.**

**Tuttavia, è necessario prestare attenzione. Anche a fronte di una scelta di investimento particolarmente brillante, l'aspetto più importante di un piano previdenziale affidabile è la strategia di finanziamento a lungo termine, basata su ipotesi che riflettono un ragionevole grado di prudenza. È importante ottenere una buona performance di investimento, ma essa è raramente in grado di compensare contributi pensionistici insufficienti rispetto alle prestazioni previste.**





**143 Mld di €**

di attivi in gestione  
Giugno 2022



**600**

esperti al  
vostro servizio



**25 anni**

Aprendo la strada agli  
investimenti sostenibili

**Questo materiale di marketing é fornito a scopo esclusivamente informativo, non costituisce un'offerta per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né rappresenta un consiglio di investimento o una conferma di transazione di alcun genere, eccetto laddove non sia espressamente così convenuto.** Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento e il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previo consenso scritto da parte della stessa.

**Attenzione:** i rendimenti passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio o strategia di investimento, o le simulazioni di risultati passati, e le previsioni di rendimenti futuri non sono indicativi di rendimenti futuri. Le performance lorde possono subire l'impatto di commissioni, competenze ed altri oneri. I risultati espressi in una divisa diversa da quella del Paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni dei tassi di cambio, con un impatto negativo o positivo sui rendimenti. Nel caso in cui il presente documento si riferisse ad un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni. Per quanto riguarda i fondi del mercato monetario si tenga presente che un investimento in un fondo presenta delle differenze da un investimento in depositi e che il capitale dell'investimento è soggetto a variazioni. Il fondo non si affida ad un supporto esterno per garantire la propria liquidità o stabilizzare il proprio NAV per quota o azione. Il rischio di perdita del capitale è a carico dell'investitore.

Candriam consiglia vivamente agli investitori di consultare, tramite il nostro sito web [www.candriam.com](http://www.candriam.com), il documento "informazioni chiave per gli investitori", il prospetto e tutte le altre informazioni pertinenti, inclusi i NAV del fondo, prima di investire in uno dei nostri fondi. I diritti degli investitori e la procedura di reclamo sono accessibili sulle pagine web regolamentari di Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatory-information/>. Queste informazioni sono disponibili in lingua inglese o nella lingua locale di ciascun paese in cui la commercializzazione del fondo sia approvata. In base alle leggi e ai regolamenti applicabili, Candriam può decidere di interrompere le attività di commercializzazione di un fondo in qualsiasi momento.

Informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità: le informazioni sugli aspetti legati alla sostenibilità contenute nella presente comunicazione sono disponibili sulla pagina web di Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/market-insights/sfdr/>. La decisione di investire nel prodotto promosso dovrebbe prendere in considerazione tutte le caratteristiche e gli obiettivi del prodotto promosso come descritto nel suo prospetto, e nei documenti informativi che devono essere divulgati agli investitori in conformità alla legge applicabile.



**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**  
[WWW.CANDRIAM.COM](http://WWW.CANDRIAM.COM)

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY