

Roma - 3 dicembre 2008
Itinerari previdenziali

**“Scenari internazionali e mercati finanziari per il 2009 –
previsioni e strategie”**

Daniele Franco

**Riforme previdenziali e crisi
finanziaria**

*Lo sviluppo della previdenza complementare
in Italia*

Le politiche negli ultimi 15 anni

Peso limitato della capitalizzazione in Italia:

- **collasso dopo Seconda Guerra Mondiale**
- **pensioni pubbliche e TFR riducono domanda e risorse per pensioni integrative**
- **assetto fiscale e normativo insufficiente**

Dal 1992: consenso sull'esigenza di sviluppare la previdenza integrativa. I vari governi seguono politiche simili:

- **finanziamento: contributi TFR + contributi addizionali**
- **processo graduale: opzioni e incentivi**
- **contribuzioni definite; prevalenza fondi chiusi**
- **la previdenza pubblica resta il pilastro di gran lunga più importante**

Le motivazioni sottostanti le politiche

- una popolazione che invecchia fortemente:

pop \geq 65 / pop20-64:	2005	32%
	2030	48%
	2050	68%

richiede **riforme che riducono l'importo delle pensioni pubbliche** \Rightarrow occorre una pensione complementare che consenta di mantenere un tenore di vita adeguato

- un sistema a **due pilastri presenta vantaggi in termini di differenziazione dei rischi** e può dare rendimenti più elevati

Castellino e Fornero (1997), Brambilla e Leoni (1998), Brugiavini e Peracchi (1999), Forni e Giordano (1999): pensioni integrative (finanziate soprattutto con il TFR) possono fornire redditi adeguati anche con una riduzione delle contribuzioni alla previdenza pubblica

Risultati: un successo (non clamoroso)

● 31 dicembre 2007 (Covip)	iscritti (000)	risorse (mld)
Fondi negoziali	1988	11,6
Fondi aperti	747	4,3
Fondi preesistenti	681	36,1
PIP “nuovi”	486	1,0
Totale	3910	53,0

- **In 15 anni il numero degli iscritti è fortemente cresciuto** (balzo nel 2007 per effetto TFR) ma solo una minoranza dei lavoratori italiani è iscritta a un FP e **le attività restano relativamente piccole** (tolti i fondi preesistenti).
Iscrizioni basse tra coloro che più ne avrebbero bisogno (i giovani)
- **Ostacoli:**
 - a) pensioni ancora relativamente elevate per i lavoratori più anziani
 - b) sovrastima pensioni pubbliche attese da parte dei giovani (Bottazzi et al.)
 - c) il settore pubblico resta escluso
 - d) preferenza per il TFR (che svolge varie funzioni: liquidità, assicurazione)

Il quadro internazionale

Uno sviluppo progressivo ...

- **nell'ultimo decennio le dimensioni dei fondi pensioni sono ancora cresciute, anche se a tassi inferiori rispetto agli anni '90**
- **a fine 2006 le attività dei fondi rappresentavano il 76% del PIL dell'area OCSE**
- **la crescita delle attività è stata molto diversa nei vari paesi, molto forte anche in alcuni paesi dove i fondi erano già sviluppati**
- **dove i piani DB e DC coesistono, i secondi sono cresciuti di più (anche per difficoltà nella gestione dei rischi da parte delle imprese)**
- **è cresciuta la dipendenza dei futuri pensionati dai fondi a capitalizzazione**

... che riflette molteplici riforme

- **i sistemi pensionistici pubblici a ripartizione sono stati oggetto di riforme in quasi tutti i paesi sviluppati**
- **in vari paesi lo sviluppo dei fondi pensione è stato oggetto di politiche esplicite:**
 - **Es. in Messico, Polonia, Slovacchia, Svezia, Ungheria sono stati introdotti schemi obbligatori a capitalizzazione che sostituiscono parte di quelli a ripartizione (Martin & Whitehouse, 2008)**
 - **in Australia e Norvegia le pensioni a capitalizzazione obbligatorie si aggiungono a quelle a ripartizione**
 - **in molti paesi le pensioni pubbliche sono state ridotte e vi sono incentivi fiscali per l'adesione ai fondi pensione**

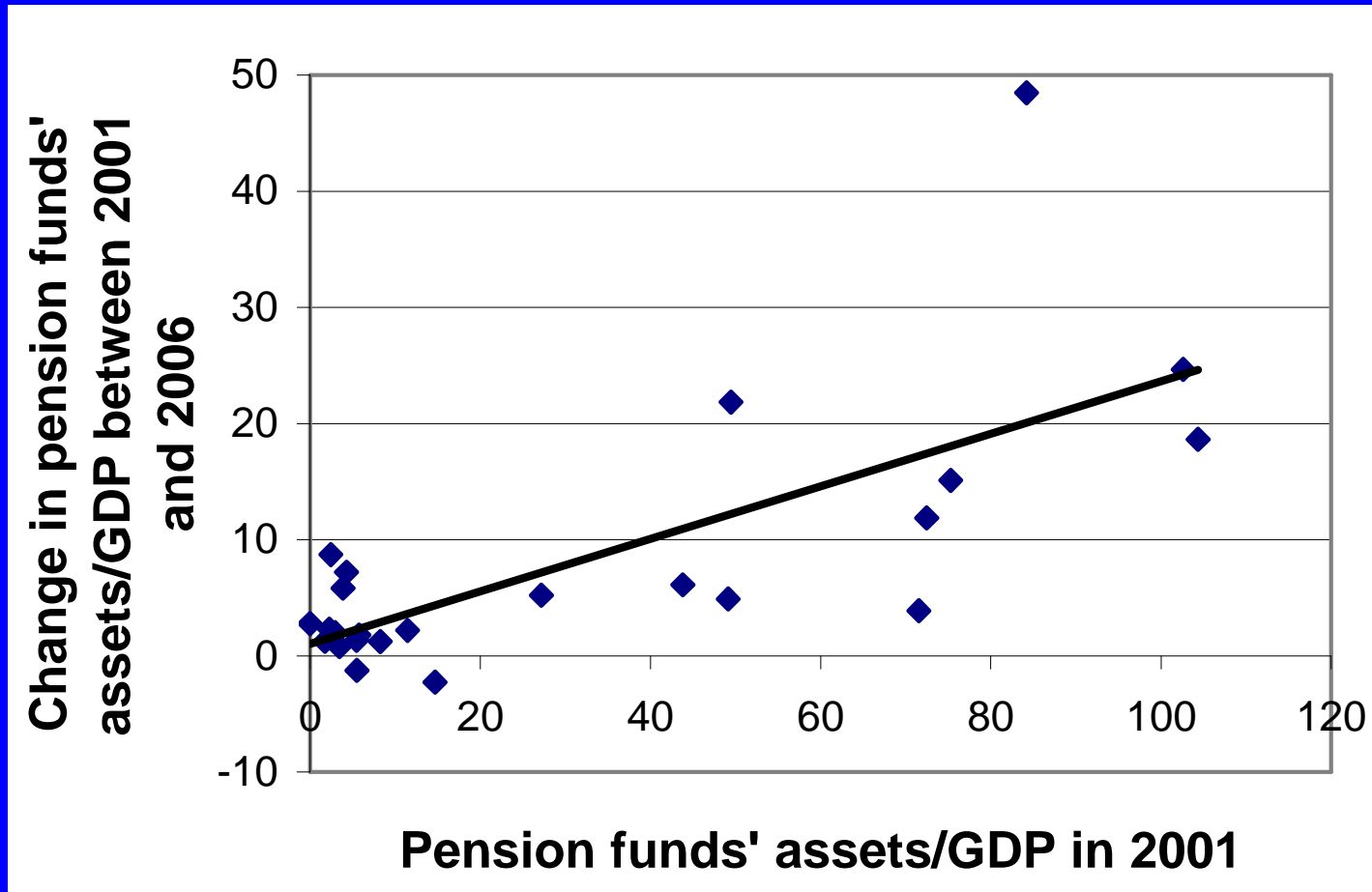
Attività dei fondi pensione/PIL

(percentuale)

	1990	2000	2003	2006
Belgium	2	6	4	4
Canada	29	48	47	54
France		1	1	1
Germany	3	3	4	4
Italy	1	3	2	3
Japan	12	19	14	22
Netherlands	72	114	101	127
Sweden	2	3	8	9
Switzerland	56	105	104	123
United Kingdom	50	79	65	84
United States	42	69	73	75

Source: Group of Ten (2005) and OECD (Global Pension Statistics).

Attività dei fondi pensione/PIL nei paesi OCSE (percentuale)



Source: OECD (Global Pension Statistics).

Il dibattito internazionale

- **Aspetti problematici:**

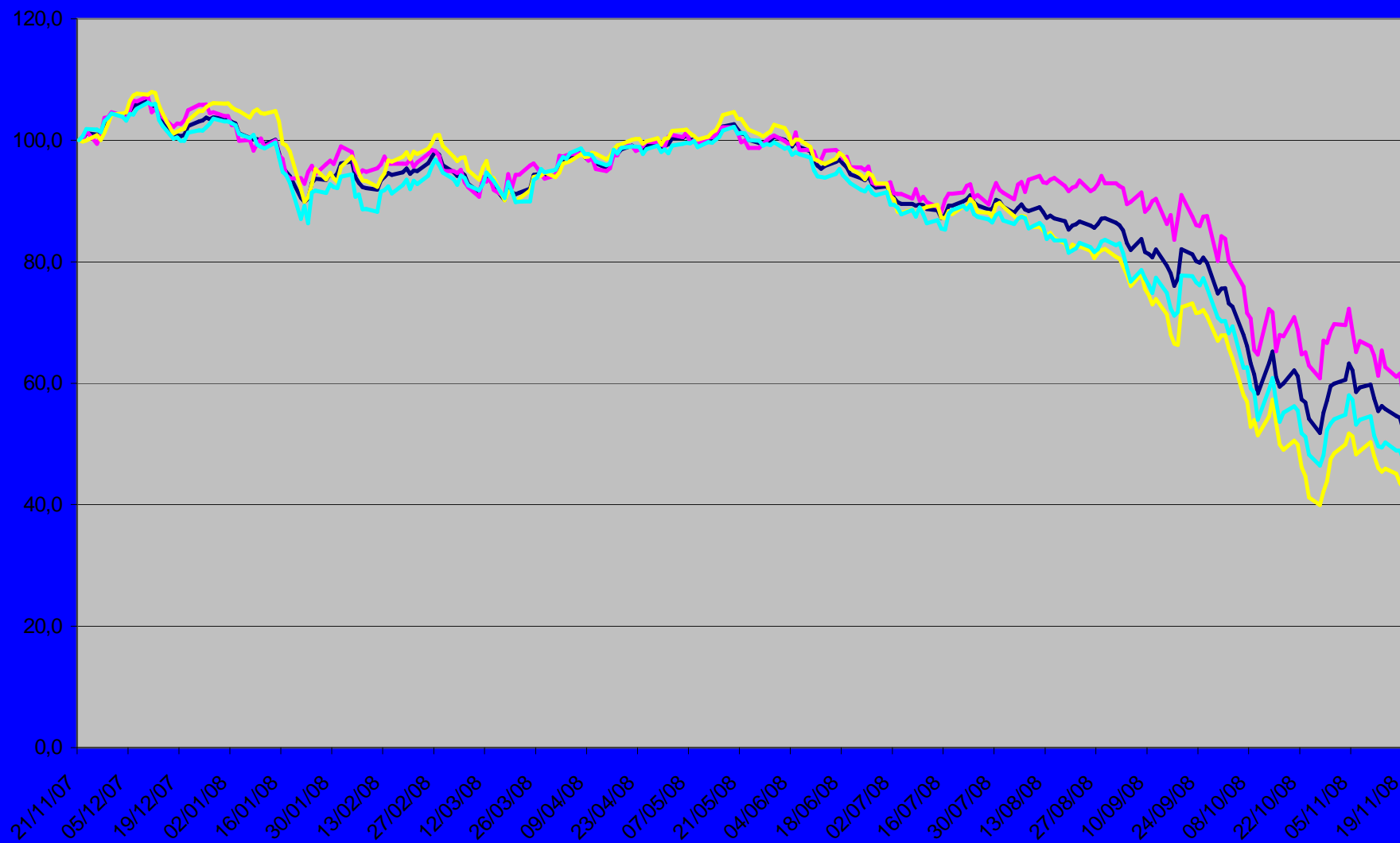
- trasferimento da governo e imprese alle famiglie (i) della scelta dell'entità dei contributi (rischio di sottocontribuzione); (ii) del rischio di rendimento (DB→DC); (iii) della scelta di come decumulare (grado e tipologia di *annuitization*)
- effetti della possibile ri-allocazione futura dei portafogli (da *equities* a *bonds*) quando generazioni numerose si avvicineranno alla pensione
- adeguatezza dei sistemi di regolazione e supervisione
- esigenza di limitare i costi di gestione

- **Tre linee di intervento (G10 Report, 2005)**

- rafforzare le pratiche di *risk management*
- promuovere l'offerta di strumenti finanziari adatti (es. *life-cycle funds*, *annuities* indicizzate) e di strumenti di *hedging* (longevity bonds, inflation-indexed bonds)
- elevare gli standard di protezione degli investitori e l'educazione finanziaria

La crisi finanziaria

I mercati azionari: novembre 2007 - novembre 2008



— World (-46%) — USA (-36%) — Emerging markets (-53%) — Europe (-48%)

Gli effetti

- **L'industria dei fondi pensione è già stata colpita fortemente:**
 - **Attività dei fondi pensioni USA nei 12 mesi fino a giugno 2008:**
 - **-9.3%, o -874 miliardi di dollari**
 - **da giugno le perdite si sono probabilmente raddoppiate**

Gli effetti della crisi americana sui fondi pensione mondiali

Source: IMF, GFSR, ott. 2008
(Billions of US \$)

Write downs on US loans

	All institutions	Pension Funds
--	------------------	---------------

	425	0-35
--	-----	------

Losses on US-originated securities

	All institutions	Pension Funds
--	------------------	---------------

- ABS	210	35-55
- ABS CDOs	290	30-45
- Prime MBS	80	10-20
- CMBS	160	15-35
- Consumer ABS	0	0
- High grade corporate debt	130	20-35
- High yield corporate debt	80	15-20
- CLOs	30	0-5

Total	1,405	125-250
--------------	--------------	----------------

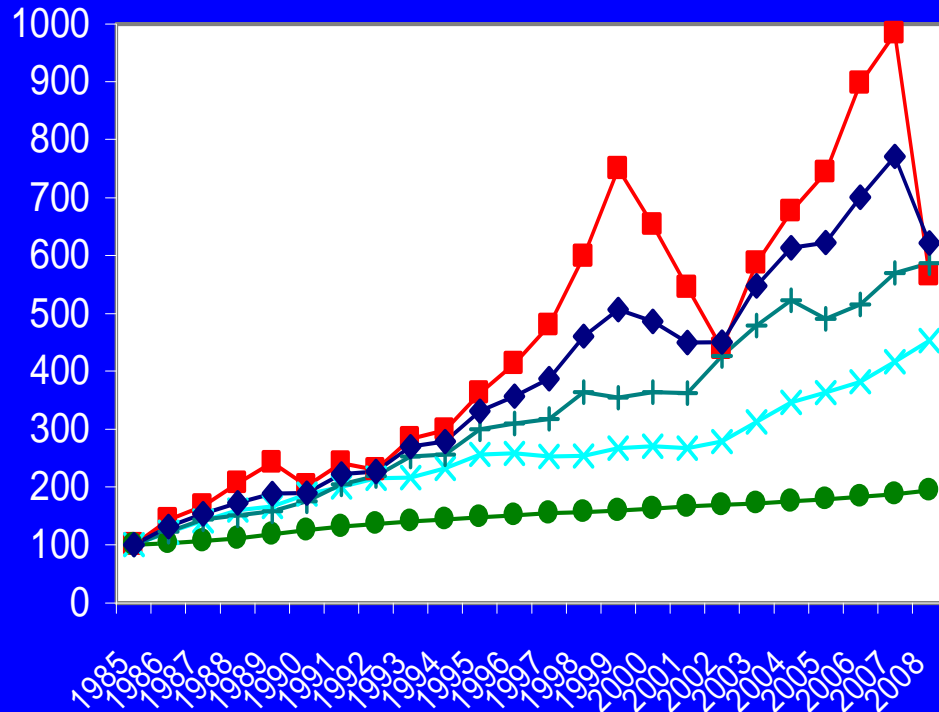
Gli effetti: il caso italiano

<i>(fonte Covip)</i>	Var. Ott. 08/Dic. 07 (%)	% Iscritti
Fondi negoziati	-6,7	
- <i>obbligazionario puro</i>	1,0	10,0
- <i>obbligazionario misto</i>	-4,8	33,9
- <i>bilanciato</i>	-9,3	42,3
- <i>azionario</i>	-21,9	1,4
- <i>garantito</i>	1,7	12,4
Fondi aperti	-12,6	
- <i>obbligazionario puro</i>	2,6	5,3
- <i>obbligazionario misto</i>	-2,8	12,6
- <i>bilanciato</i>	-12,4	31,8
- <i>azionario</i>	-23,6	30,2
- <i>garantito</i>	0,1	20,1
PIP Unit linked	-21,4	
- <i>obbligazionario</i>	1,3	8,8
- <i>flessibile</i>	-6,0	7,7
- <i>bilanciato</i>	-14,9	4,5
- <i>azionario</i>	-31,0	24,6
Gestioni separate	n.d.	54,4

Il quesito di fondo

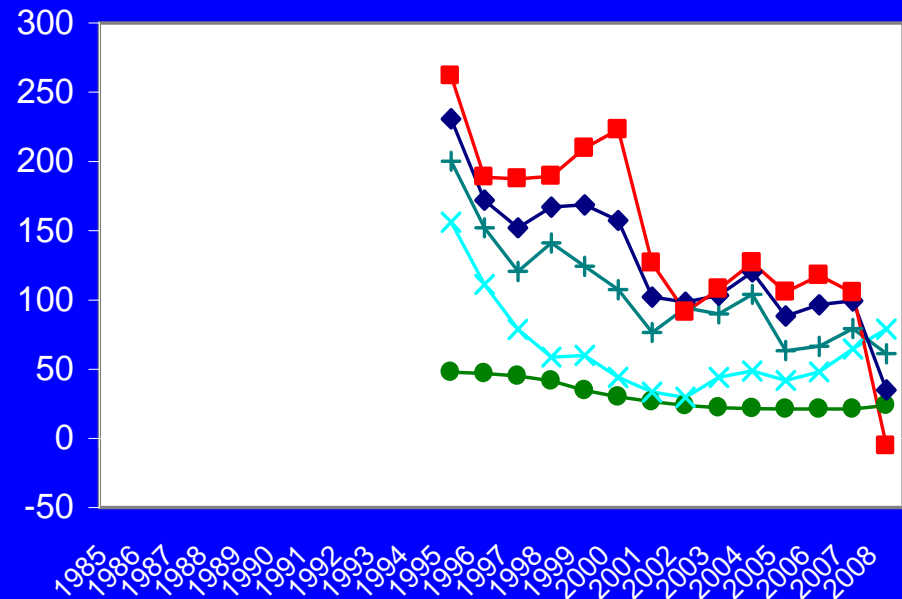
- Gli sviluppi recenti ci ricordano che **i prezzi delle attività finanziarie possono essere soggetti a forti riduzioni**. Alcune generazioni di lavoratori (quelle più vicine alla pensione) possono essere pesantemente colpite
- **È possibile, e in quale misura, affidarsi ai mercati finanziari per garantire una pensione adeguata ai lavoratori?**
- **Sì, ma con alcune importanti cautele:**
 - è essenziale che vi sia un ampio pilastro pubblico a ripartizione
 - è importante che la possibilità del verificarsi di tali eventi sia incorporata nelle scelte degli operatori. I rischi possono essere gestiti in parte utilizzando strumenti di mercato, in parte con l'intervento pubblico
- È bene tenere a mente che **nel lungo periodo** l'investimento sui mercati produce rendimenti **superiori all'inflazione e al tasso di crescita del PIL**. Scelte indotte dalla crisi non coerenti con un'ottica di lungo periodo (es. minori contributi, allocazione delle attività) possono comportare costi elevati

I titoli azionari: bene su tempi lunghi, ma con periodi molto difficili



**Crescita complessiva
negli ultimi 10 anni**

Fonte: Visco, 2008. Indici: 1985=100



- Consumer prices
- G7 Gov't Bonds
- World Stock Markets
- ✕ Nominal GDP
- ◆ Balanced Portfolio

L'Italia

La crisi finanziaria deve indurci

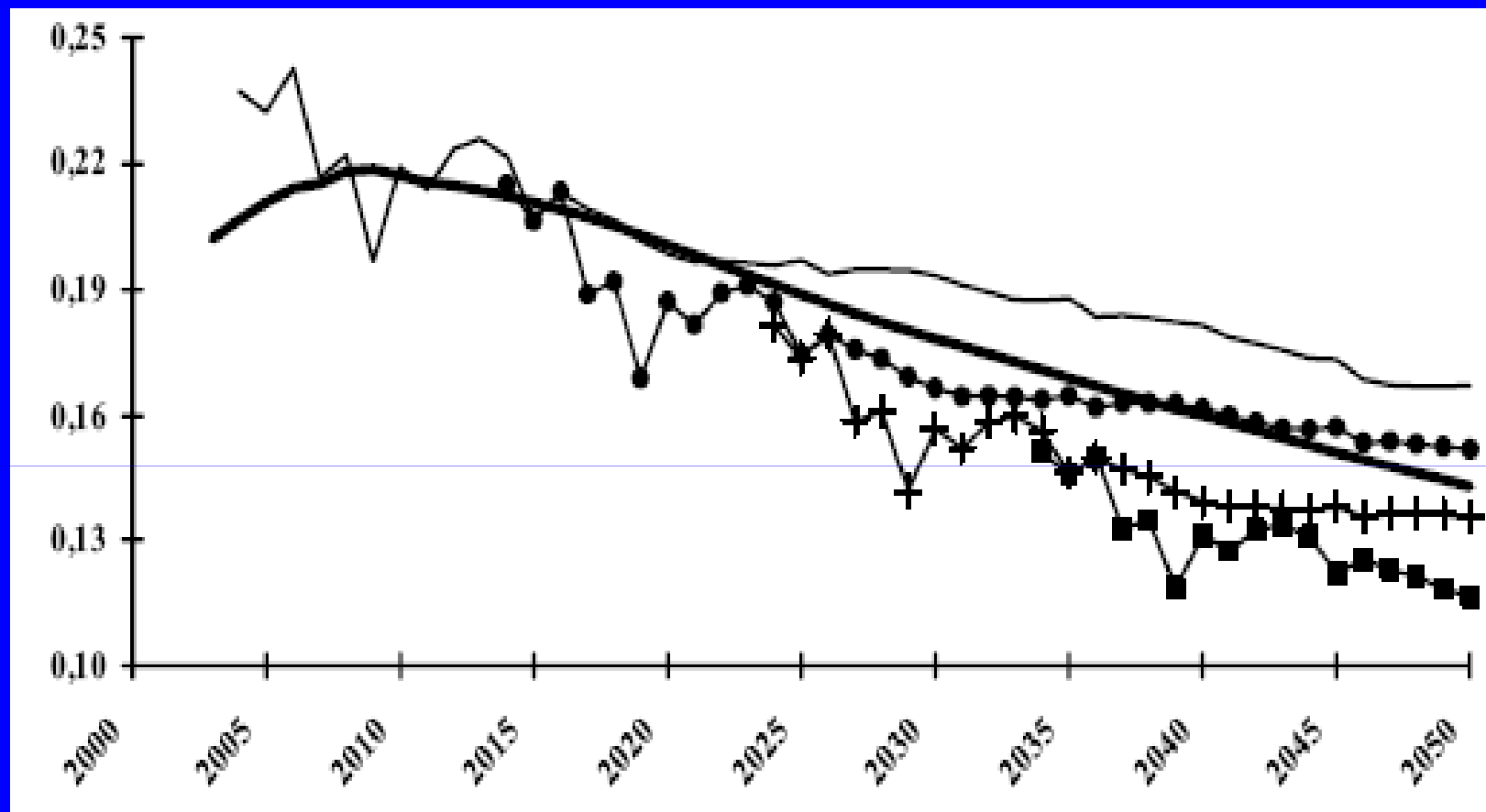
- a rivedere la strategia seguita finora?
- a limitare le contribuzioni ai fondi?
- a preferire i fondi DB?

Probabilmente no:

- il grado di copertura offerto dalle pensioni pubbliche si ridurrà comunque** (ed è difficile pensare ad aliquote più alte per la previdenza pubblica)
- un sistema misto resta superiore nel lungo periodo. Anche le pensioni pubbliche e i fondi DB non sono esenti da rischi:**
 - nel regime contributivo le nuove pensioni riflettono la longevità e la crescita
 - futuri squilibri della finanza pubblica o aumenti di altre voci di spesa (es. sanità, cure lunga durata) potranno riflettersi in nuove riforme
 - nei fondi DB problemi di *funding gap* possono riflettersi su contributi e pensioni

Ma qualche correzione può essere necessaria

Pensione media in rapporto al PIL per occupato: dipendenti privati, diverse generazioni (Fonte: RGS)



— stock di pensioni

— decorrenti nell'anno

—●— decorrenti di 10 anni prima

—+— decorrenti di 20 anni prima

—■— decorrenti di 30 anni prima

Riflessioni sul futuro: quali correzioni?

La previdenza pubblica: assicurare pensioni adeguate

- Nel contenimento della spesa è opportuno (prudente) **spostare l'enfasi sull'aumento dell'età di pensionamento** (l'età media effettiva di pensionamento è ancora attorno ai 61 anni) rispetto alla riduzione delle prestazioni unitarie. Es.:
 - allungare la flessibilità del contributivo oltre i 65 anni
 - elevare ancora i requisiti per il retributivo
- **Abbiamo un duplice regime DC (pubblico e privato)**. La riforma del 1995 ha escluso la redistribuzione verticale dal sistema previdenziale (abolizione integrazioni al minimo). Sarebbe opportuno:
 - definire quali saranno le prestazioni assistenziali
 - **valutare come il regime contributivo e quello assistenziale possano interagire.** Quante pensioni contributive saranno inferiori alla pensione assistenziale? A queste persone verrà riconosciuto un ritorno sui contributi versati? **Che fare per i giovani che ora non accumulano contribuzioni adeguate?**

La previdenza privata: fase pre-pensionamento

Per affrontare le crisi:

- È opportuno fornire **prodotti che riducano in modo automatico la rischiosità del portafoglio** all'avvicinarsi del momento di pensionamento (*life-cycle funds*)
- Si possono considerare **forme di solidarietà tra lavoratori**. Esempio: piani DC-ibridi in cui ai lavoratori più anziani viene data una parziale garanzia sui rendimenti, fornita da maggiori aliquote a carico dei più giovani (Boeri et al, 2006)

In generale, è importante

- fornire ai lavoratori **stime trasparenti della loro ricchezza pensionistica** (pubblica e privata), basate su una pluralità di scenari
- **contenere i costi**, favorendo lo sfruttamento delle economie di scala e garantendo la concorrenza tra gestori e la trasparenza delle condizioni
- rafforzare i presidi di governance e gli strumenti di gestione dei rischi

La previdenza privata: fase post-pensionamento

- **La trasformazione del capitale al pensionamento in rendite è importante per gli individui (rischio longevità) e lo Stato (limitare necessità di intervento futuro)**
- **Ma le rendite vitalizie offerte sul mercato sono spesso troppo care e non proteggono dal rischio di inflazione (Guazzarotti & Tommasino, 2008). Che fare?**
 - **rischio aggregato di longevità: offerta di *longevity bonds* e titoli a lunghissima durata + fornire tavole mortalità aggiornate e buone previsioni**
 - **costi per la selezione avversa: fornire tavole per differenti sottogruppi della popolazione (rendite meno costose per i sottogruppi svantaggiati)**
 - **costi amministrativi e margini di profitto: concorrenza e trasparenza sulle caratteristiche dei prodotti**
 - **protezione dall'inflazione: accrescere l'offerta di titoli pubblici indicizzati**

Conclusioni

- **La crisi ha reso evidente che la previdenza complementare non è esente da rischi**
- **Le caratteristiche del nostro sistema pensionistico hanno ridotto le conseguenze della crisi**
 - il peso del pilastro pubblico a ripartizione è, e resterà, preponderante
 - l'allocazione del portafoglio dei fondi pensione è molto prudente
- **La strategia perseguita negli ultimi 15 anni non va modificata, ma alcune correzioni sono opportune**
 - nel sistema pubblico va ancora accresciuta l'età di pensionamento e meglio definito il rapporto tra regime contributivo e pensioni assistenziali
 - nella previdenza complementare sono cruciali prodotti che si adattino alle esigenze dei lavoratori, il contenimento dei costi, interventi per la fase di decumulo del risparmio