

Roma – 1° dicembre 2010
Itinerari previdenziali

“Dove va l’ economia? Quali strategie adottare nel 2011 per difendere i patrimoni destinati a prestazioni previdenziali?”

Daniele Franco

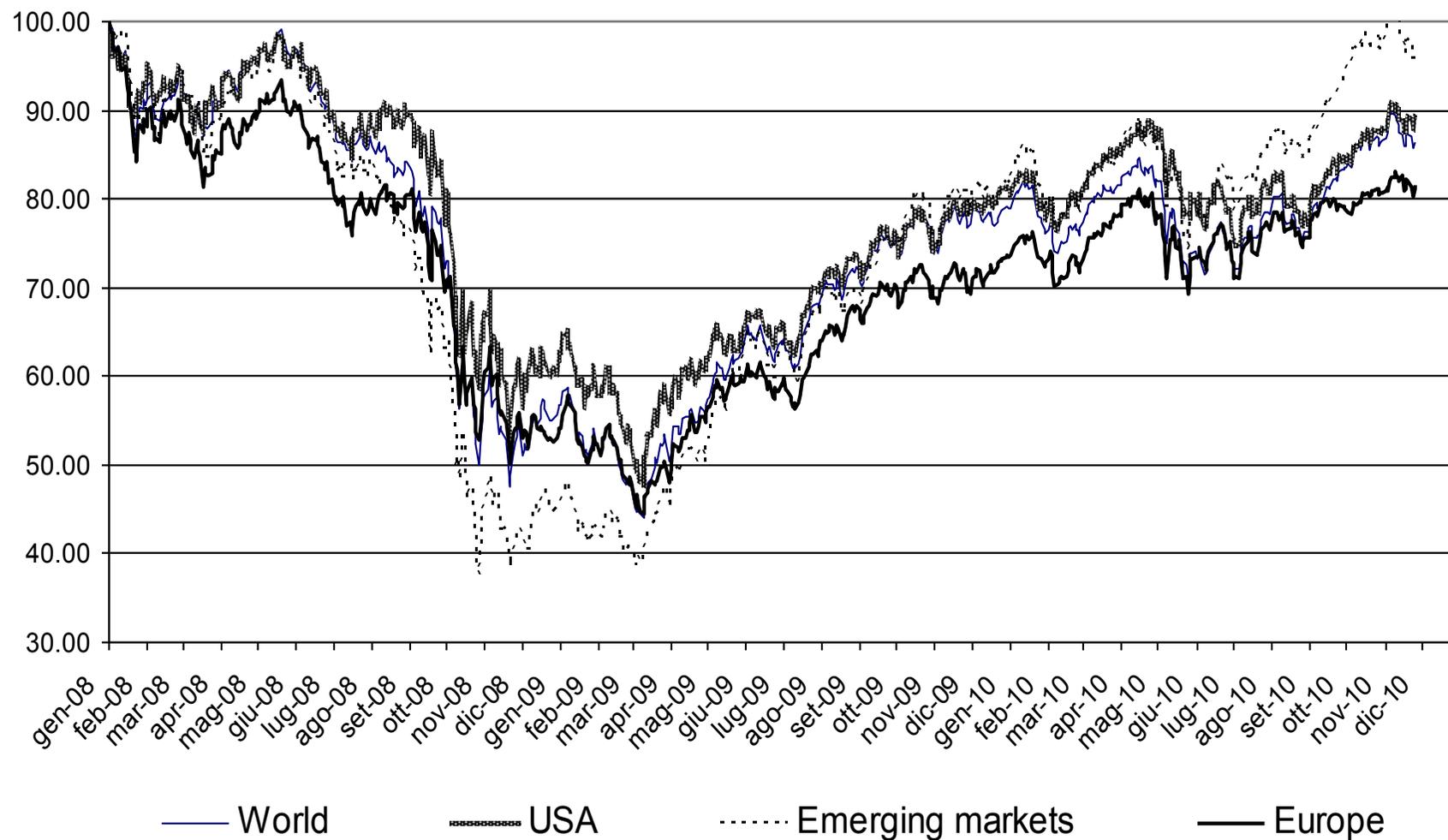
La previdenza complementare: uno sviluppo lento (da non interrompere)

Crisi finanziaria e sistemi previdenziali

- Gli sviluppi recenti ci hanno ricordato 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
- **La strategia dei due pilastri previdenziali perseguita in Italia negli ultimi 15 anni non va modificata nelle linee essenziali, ma alcune correzioni sono opportune**

I recenti sviluppi della previdenza complementare

I mercati azionari: -50%, ora -10% (gennaio 2008 – 25 novembre 2010)



Rendimenti differenziati, iscritti riducono i rischi

(fonte Covip)

Var. %

	Var. %		% Iscritti	
	gen. 07/ sett. 10	gen. 03/ sett. 10	2007	2009
TFR	6,6	21,7		
Fondi negoziati	4,3	30,5		
- obbligazionario puro	5,2	18,5	10,0	9,5
- obbligazionario misto	7,7	30,9	33,9	27,9
- bilanciato	2,3	34,0	42,3	41,6
- azionario	-10,6	29,1	1,4	1,3
- garantito	9,5	n.d.	12,4	19,7
Fondi aperti	-2,2	22,6		
- obbligazionario puro	12,5	23,6	5,3	6,4
- obbligazionario misto	7,5	24,5	12,6	11,5
- bilanciato	-0,8	23,4	31,8	31,1
- azionario	-23,7	16,2	30,2	29,2
- garantito	8,8	21,9	20,1	21,8
PIP Unit linked	-11,5	n.d.		
- obbligazionario	9,0	n.d.	8,8	9,1
- flessibile	0,8	n.d.	7,7	3,2
- bilanciato	-2,4	n.d.	4,5	6,9
- azionario	-21,0	n.d.	24,6	20,6
Gestioni separate	7,1 (dic. 09)	n.d.	54,4	60,2

Gli iscritti e i costi

Fonte: Covip	iscritti dic. 07 (000)	iscritti sett. 10 (000)	Var. %	risorse sett. 2010 (mld)	costi (%)
Fondi negoziali	1.989	2.016	1,4	21,6	0,38
Fondi aperti	747	833	11,5	7,0	1,16
Fondi preesistenti	681	673	-1,2	39,0	-
PIP "vecchi"	703	654	-7,0	5,6	
PIP "nuovi"	486	1.073	120,9	4,4	1,98
Totale	4.560	5.227	14,6	77,6	-

- **In 15 anni il numero degli iscritti è fortemente cresciuto** (balzo nel 2007, effetto TFR)
- Ma solo una minoranza dei lavoratori italiani è iscritta a un FP, **le attività restano relativamente piccole**
- Negli ultimi 2 anni, **pochi nuovi iscritti a fondi negoziali e aperti**, molti alle Polizze individuali pensionistiche (PIP)
- **Rimane elevata la differenza di costi tra le diverse forme di previdenza**

La previdenza pubblica

La previdenza pubblica: completare le riforme

- Nel 2009-2010 sono state introdotte **altre riforme**:
 - adeguamento automatico dell'età di pensione alle attese di vita dal 2015
 - aumento dell'età di pensionamento delle donne del settore pubblico
 - estensione delle cd finestre (di fatto: aumento dell'età di pensionamento)
- Dopo quasi 20 anni di riforme **il rapporto tra spesa e PIL resterà pressoché invariato (RGS)**, nonostante l'invecchiamento ulteriore della popolazione
- **Che fare ancora? Soprattutto riordinare**:
 - uniformare la normativa (ora differenziata per coorti, settori, ecc)
 - accrescere la flessibilità nel pensionamento (attorno ai 65 anni)
 - rendere più rapido l'aggiustamento alla variazione dell'attesa di vita (coefficienti 2010 fanno riferimento alla vita attesa nel 2002)
 - migliorare l'interazione tra regime contributivo e assistenziale. Riconoscere un ritorno sui contributi a chi avrà una pensione contrib. inferiore a quella assist.?
Che fare per i giovani che non accumulano contribuzioni adeguate?

L'adeguatezza della ricchezza previdenziale

(G. Cappelletti e G. Guazzarotti: "Le scelte previdenziali nell'indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia", Quaderni di Economia e Finanza, Banca d'Italia)

- **vi è il rischio che molti lavoratori, raggiunta l'età di pensionamento, si trovino a non avere risorse sufficienti**
 - quasi la metà dei lavoratori occupati si attende una pensione pubblica inferiore al 60% dell'ultimo stipendio (*Indagine BI, 2008*)
- il rischio è maggiore per coloro che **hanno anche un patrimonio modesto**
 - il 15% degli occupati presenta sia un tasso di sostituzione < 60% che un tasso di risparmio < 5%
 - condizioni peggiori si riscontrano tra i giovani, i lavoratori del settore privato e quelli del Sud e delle Isole
- **l'aumento automatico dell'età di pensionamento** (dal 2015) dovrebbe spostare l'enfasi del contenimento della spesa sull'aumento dell'età di pensionamento rispetto alla riduzione delle prestazioni unitarie. **In parallelo, va ancora promossa la previdenza complementare**

*La previdenza complementare:
adesioni e informazione*

I tassi di adesione alla previdenza complementare

- il tasso di adesione alla previdenza complementare è pari a circa il 20% per il complesso dei lavoratori (il 23% tra i dipendenti del settore privato)
- **la partecipazione è minore tra i lavoratori più esposti al rischio previdenziale:** i giovani, i lavoratori meno abbienti e meno istruiti, i lavoratori autonomi e i lavoratori del Sud e delle Isole
- i principali fattori alla base dei bassi tassi di adesione risultano essere i vincoli di reddito, **il basso livello di informazione** e la bassa propensione a convertire la propria ricchezza in rendita

(G. Cappelletti e G. Guazzarotti: "Le scelte previdenziali nell'indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia")

Il livello di informazione

- Tra i lavoratori vi è **un basso livello di informazione e una scarsa consapevolezza della situazione previdenziale individuale**
- Dall'indagine sui bilanci delle famiglie italiane della BI risulta che nel 2008:
 - solo il 20% degli intervistati sapeva che il fondo pensione non garantisce una rendita pari a una quota fissa dell'ultimo salario, il 28% che la previdenza complementare gode di vantaggi fiscali, il 35% che è possibile riscattare parte del capitale o che esistono linee di investimento con garanzie di rendimento
 - oltre il 60% degli iscritti a un fondo pensione non sa o non ricorda il tipo di comparto, il 70% il capitale maturato, il 40% i contributi versati
- Un adeguato livello di informazione sulla ricchezza pensionistica (pubblica e privata) è un requisito per migliorare le scelte previdenziali
- Nel 2009 la **Covip** ha introdotto l'obbligo di trasmettere agli iscritti dei fondi pensione una stima del valore del capitale accumulato al momento del pensionamento e della pensione attesa

Le scelte di portafoglio: uno studio empirico

(G. Cappelletti, G. Guazzarotti e P. Tommasino "The effect of age on portfolio choices: evidence from an Italian pension fund", *Temi di Discussione*, n. 768, Banca d'Italia)

- Nella previdenza complementare il lavoratore contribuisce ad alcune scelte cruciali:
 - se e quanto contribuire
 - come investire i contributi versati
 - come e quanto decumulare
- Nelle scelte di allocazione di portafoglio, i lavoratori sono esposti a due tipologie speculari di errori:
 - Eccessivo attivismo
 - Eccessiva inerzia
- Cappelletti *et al.* (2009) analizzano le scelte di un gruppo di partecipanti a un fondo pensione nel tempo: **circa 3.800 lavoratori, seguiti dal 2001 al 2008**
 - primo studio di questo tipo fuori dagli USA
 - insieme omogeneo di individui, con cultura finanziaria superiore alla media
 - possono scegliere una volta l'anno tra 5 fondi: garantito, monetario, obbligazion., bilanciato con max 40% azionario, bilanciato con max 70% azionario

Le scelte di portafoglio degli iscritti: risultati

- **i cambiamenti da un comparto all'altro sono relativamente frequenti:** il 54% dei lavoratori osservati per tutti gli 8 anni ha modificato una volta la propria scelta
- **gli iscritti tendono a spostarsi dai comparti più rischiosi (azionario e bilanciato) a quelli meno rischiosi (obbligazionario e garantito) all'approssimarsi del pensionamento:** sono esposti al mercato azionario il 77% dei lavoratori sotto i 55 anni, solo il 43% di quelli sopra i 55
- la linea più rischiosa è scelta dal 36% dei laureati, ma solo dal 22% dei lavoratori con la terza media o meno. Gli uomini e i dirigenti sono più propensi a investire in azioni rispetto a donne e impiegati
- **nel corso del tempo c'è una consistente uscita dai comparti esposti al rischio azionario:** raccoglievano il 78% degli investitori nel 2001, il 65% nel 2008. C'è una correlazione fra fasi deludenti di mercato e scelte di investimento

Le scelte di portafoglio degli iscritti: implicazioni per la politica previdenziale

- **in media i lavoratori appaiono relativamente “attenti” e poco “inerziali”** rispetto alle scelte previdenziali (ma essi hanno una cultura finanziaria relativamente buona)
 - **rimane una parte di ultra 55enni esposta al rischio azionario:** la loro ricchezza pensionistica è stata significativamente erosa durante la crisi finanziaria
- ⇒ **appare opportuna l’ introduzione di fondi “life-style”** (in cui il portafoglio dipende dalle caratteristiche individuali) e soprattutto **“life-cycle”** (in cui il portafoglio si modifica nel tempo, diventando meno rischioso con l’ età). È utile anche la diffusione delle forme previdenziali con rendimenti minimi garantiti
- ⇒ tali scelte non dovrebbero essere obbligatorie, ma basate sul **meccanismo del silenzio assenso** (come per la scelta di aderire)

*La previdenza complementare:
il mercato delle rendite*

Il ruolo delle rendite

- **una frazione consistente della ricchezza pensionistica dovrebbe essere trasformata in rendita** (“annuitizzata”), vi è altrimenti il rischio che chi vive più a lungo del previsto esaurisca le risorse accantonate
- ma vi sono vari problemi:
 - **selezione avversa**. Gli acquirenti di rendite vivono in media più a lungo
 - livello dei **costi amministrativi e di gestione**, grado di concorrenza
 - **carenze di domanda**:
 - (i) gli individui possono sovrastimare la pensione pubblica
 - (ii) o avere scarsa consapevolezza del rischio di longevità
 - (iii) le rendite costituiscono una attività illiquida
 - difficoltà di assicurare il **rischio di longevità aggregato** (un'evoluzione imprevista della vita media attesa) da parte delle compagnie di assicurazione

Una indagine sui prezzi delle rendite in Italia

(G. Guazzarotti e P. Tommasino, "The annuity Market in an evolving pension system: lessons from Italy", CeRP Working Paper 77/08)

- l'inchiesta è stata condotta nel 2008, interpellando **10 importanti fornitori di rendite** (quota di mercato complessiva quasi pari al 100%)
- quale è l'assegno mensile ottenibile acquistando individualmente una rendita per un 65-enne? per diversi livelli del montante, con e senza reversibilità
 - **indicatore dei prezzi**: money's worth ratio (MWR), il rapporto tra il valore attuale dei pagamenti scontati per i tassi di interesse e di mortalità attesi, e il premio
 - se si utilizzano le tavole di mortalità relative all'intera popolazione, MWR medio pari al 77% (**min=71%, max=84%**)
 - se si utilizzano le tavole di mortalità relative al sottogruppo degli annuitant, MWR medio pari a 87% (**min= 81%, max=95%**)
 - la differenza è una misura dei costi di selezione avversa; il residuo (13 p. p.) riflette costi amministrativi, margini di profitto, copertura del rischio di longevità aggregato
- **colpiscono le differenze nelle condizioni praticate dai 10 operatori**

L' adeguatezza dei prodotti: quali innovazioni?

- in una prospettiva comparata: **le rendite italiane appaiono piuttosto care**
- la **gamma di prodotti è piuttosto limitata rispetto ad altri paesi**. È carente, per esempio, l' offerta di rendite *inflation-linked* e/o con garanzia di rendimento nominale certo
- lo Stato potrebbe:
 - **promuovere maggiore trasparenza riguardo a prezzi e caratteristiche dei prodotti**
 - offrire **tavole di mortalità più aggiornate**, con proiezioni specifiche per diverse categorie di popolazione
 - emettere una quota maggiore di **titoli di debito** a lungo e lunghissimo termine, anche indicizzati all' inflazione. Emettere *longevity bonds*?
 - prevedere **forme di obbligatorietà** del risparmio previdenziale (trasformazione in rendite) più stringenti di quelle previste dalla normativa attuale
- gli **acquisti su base collettiva** (dei FP) dovrebbero garantire un abbassamento dei prezzi (economie di scala, potere contrattuale)

Un'indagine sulla propensione ad acquistare una rendita

(Cappelletti, Guazzarotti e Tommasino: “What determines annuity demand at retirement?”)

- l'indagine della BI sui bilanci delle famiglie sul 2008 valuta la **propensione dei lavoratori a preferire**, al momento del pensionamento, **una rendita finanziaria a una somma pagata immediatamente**
- il 70% dei lavoratori preferisce la rendita al capitale quando vi è equivalenza attuariale: **emerge una domanda di rendite relativamente modesta**
 - la domanda si riduce notevolmente per i lavoratori con basso grado di istruzione, scarse conoscenze di natura previdenziale, basso livello di reddito
- la **scarsa propensione ad acquistare una rendita** può riflettersi in una pensione insufficiente, in particolare per i lavoratori meno abbienti
- per coloro che hanno un reddito ridotto la bassa propensione può riflettere il timore di incorrere in vincoli di liquidità stringenti durante gli anni della vecchiaia (ad esempio a fronte di spese mediche impreviste)

*La previdenza complementare:
la governance*

Perché la *Governance* dei Fondi Pensione

- Appropriati assetti di *governance* incidono positivamente sulla performance dei fondi pensione nel lungo periodo. Essi permettono di ottenere:
 - migliori strategie di investimento
 - minori problemi di agenzia tra gli *stakeholders*
 - maggiore attivismo dei fondi nelle società partecipate
- Dal confronto internazionale (USA, GB, Paesi Bassi) e considerando le raccomandazioni dell' OCSE (2009), emergono tre aspetti rilevanti:
 - chiara ripartizione di competenze e responsabilità tra i vari organi del FP
 - composizione dei *trade-off* tra rappresentanza e professionalità all' interno degli organi di amministrazione e controllo
 - adozione di appropriati sistemi per la gestione dei conflitti d' interesse

Le criticità del caso italiano

(F. Bripi e C. Giorgiantonio, "La Governance dei Fondi Pensione Italiani: miglioramenti possibili")

- **ripartizione di competenze e responsabilità:**

FP-negoziali: il controllante (Responsabile del Fondo) può essere eletto tra i controllati (CdA); ciò avviene in 18 casi su 22 analizzati: necessario vietare tale sovrapposizione di ruoli

FP-aperti: il Responsabile del Fondo e l'Organismo di Sorveglianza hanno compiti di supervisione analoghi, la duplicazione andrebbe eliminata

- **rappresentanza e professionalità**

FPn: vi sono ancora deficit di professionalità degli amministratori, nonostante la recente riforma del 2007; sarebbe bene intensificare formazione e aggiornamento

FPa: inadeguata rappresentanza degli aderenti nell'Organismo di Sorveglianza. Introdurre, almeno per le adesioni collettive, meccanismi di rappresentanza diretta?

- **gestione dei conflitti d'interesse**

vi sono solo obblighi di comunicazione delle situazioni di conflitto; sarebbe bene, anche estendendo il ricorso a Codici di Condotta, introdurre obblighi di astensione da discussioni e votazioni per il soggetto in conflitto e specifiche autorizzazioni per le transazioni effettuate in conseguenza delle decisioni assunte in tali situazioni

Conclusioni

Conclusioni

- **La politica perseguita negli ultimi 15 anni non va modificata nelle linee essenziali, ma alcune correzioni sono opportune**
 - nel **sistema pubblico** va consolidato lo sforzo di contenere la spesa accrescendo l'età di pensionamento anziché riducendo gli importi medi; va meglio definito il rapporto tra regime contributivo e pensioni assistenziali
 - nella **previdenza complementare** sono cruciali l'accrescimento delle informazioni, prodotti che si adattino alle esigenze dei lavoratori (es. riducendo la rischiosità del portafoglio all'avvicinarsi del pensionamento), il contenimento dei costi, interventi per la fase di decumulo del risparmio, miglioramenti degli assetti di governance
- **La crisi non ci deve distogliere dagli interventi concreti ...**