

I rischi sui mercati finanziari e i rapporti tra le generazioni

Manuela Ballone – Prometeia Advisor Sim

Paolo Onofri – Associazione Prometeia

Il calcolo contributivo della pensione introdotto dalla riforma del sistema pensionistico pubblico del 1995 ha al suo interno due meccanismi endogeni che garantiscono la sostenibilità del sistema stesso: (i) il rendimento nozionale dei contributi corrisponde al tasso di crescita nominale del Pil e (ii) i coefficienti che trasformano il montante contributivo in rendita annua devono essere aggiornati in funzione delle modificazioni della vita attesa all'età della pensione.

Il primo meccanismo consente la maturazione di diritti pensionistici coerente con l'incremento delle risorse del sistema economico: se accelera la crescita della produttività del sistema economico, accelera anche l'accumulo di diritti pensionistici e viceversa.

Il secondo garantisce l'equità attuariale del valore della pensione liquidata: a parità di montante contributivo se col tempo aumenta l'aspettativa di vita al momento della pensione per una determinata età, il coefficiente di trasformazione viene corretto appropriatamente per generare una rendita annua più bassa.

In questo modo il sistema pensionistico pubblico è coperto dal rischio economico e dal rischio demografico di lungo periodo. Per non introdurre eccessiva volatilità nei rendimenti nozionali i tassi di crescita del Pil cui si fa riferimento sono la media mobile quinquennale degli stessi. Come pure, per non penalizzare alcune coorti rispetto ad altre, si va verso la riduzione da dieci a tre anni dell'intervallo di tempo tra una modificazione dei coefficienti di trasformazione e l'altra.

La garanzia della sostenibilità può, però, andare a scapito della adeguatezza del livello della rendita annua, ragione per cui si è dato avvio alla previdenza integrativa a capitalizzazione.

Anche questo tipo di previdenza ha al suo interno dei meccanismi endogeni di garanzia di sostenibilità di lungo periodo: a lungo andare l'invecchiamento della popolazione determina una lenta riduzione della crescita dell'economia e ciò si riflette sui mercati finanziari con una lenta riduzione dei rendimenti reali e quindi con una minore crescita del valore reale degli attivi finanziari. Si manifesta lo stesso effetto se la riduzione della crescita è il risultato di shock specifici dell'economia reale nazionale o internazionale.

A ciò si aggiunga il fatto che vi è un aspetto proprio dell'operare dei mercati finanziari, che consiste nell'andare spesso oltre l'obiettivo di equilibrio di medio periodo (*overshooting*) nei processi di aggiustamento; ciò determina volatilità del valore del montante contributivo al momento della liquidazione della parte di pensione a capitalizzazione.

Abbiamo provato a simulare il valore finale di un portafoglio finanziario detenuto per trent'anni da 20 coorti successive a partire dalla coorte che lo detiene dal 1959 e lo liquida nel 1989, fino alla ventesima che lo detiene dal 1978 e lo liquida nel 2008.

Il montante contributivo è costruito ipotizzando che il contributo versato dalla prima coorte il primo anno sia pari a 100 € e che la contribuzione sia aggiornata annualmente in base al tasso di inflazione.

Per ciascuna coorte, si suppone che i contributi annui vengano investiti in un comparto bilanciato: 70% obbligazioni decennali il cui rendimento annuo è quello di mercato e 30% azioni. In particolare, il portafoglio è costituito come segue:

Portafoglio bilanciato (70% obbligazioni e 30% azioni):

50% Obbligazioni Uem 10 anni: 20% Italia, 15% Francia, 15% Germania – (*rendimenti FM*)

15% Obbligazioni Usa 10 anni (*rendimenti FM*)

5% Obbligazioni Regno Unito 10 anni (*rendimenti FM*)

15% Azioni Italia (*Serie storiche FM*)

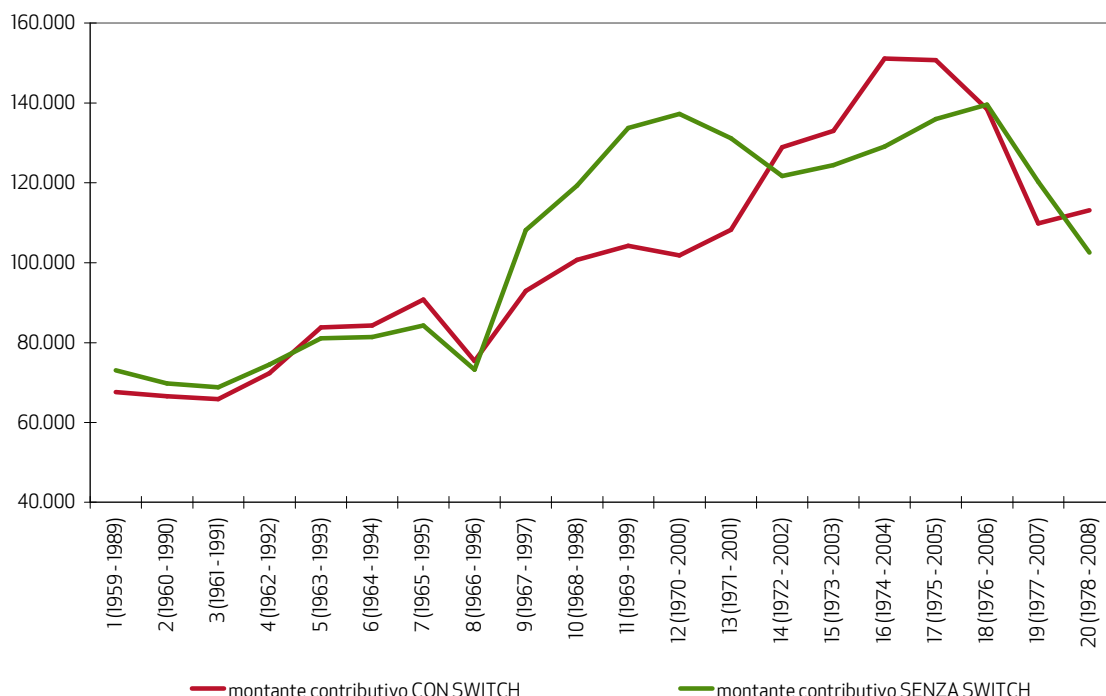
15% Azioni Usa (in €) (*Serie storiche FM*)

Abbiamo confrontato la performance di questo portafoglio a composizione costante per tutti e trenta gli anni di investimento con un portafoglio che prevede la composizione anzidetta per i primi 25 anni e per gli ultimi 5 anni la composizione diventa più prudente: 100% di obbligazioni con scadenze da uno a cinque anni.

Portafoglio prudente (100% obbligazioni):

100% Obbligazioni Uem 1-5 anni (Merrill Lynch Emu Gvt 1-5Ys, *fonte DataStream*)

Fig. 1 Montanti contributivi con e senza mutamento di composizione del portafoglio



La Fig. 1 mostra che i valori ottenuti sono entrambi rapidamente crescenti per le coorti successive per le diverse prestazioni di azioni e obbligazioni sperimentate negli intervalli mobili di trent'anni. In ogni caso, il

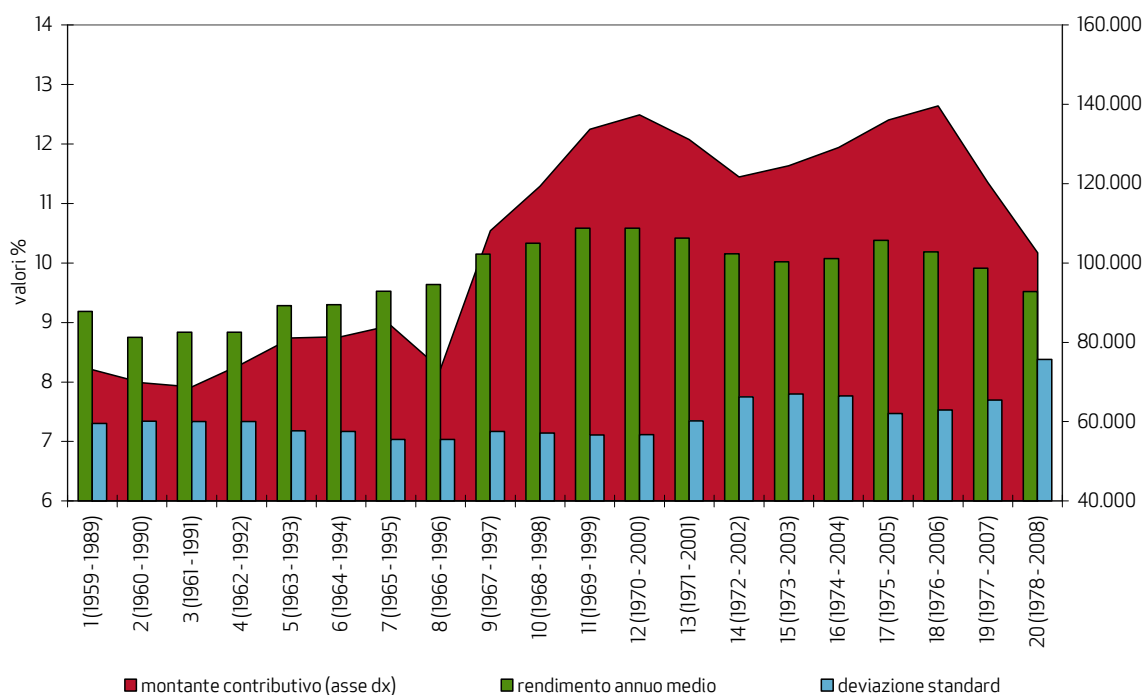
passaggio dell'intero portafoglio a un comparto più prudente negli ultimi cinque anni di investimento riduce la variabilità del valore del montante, ma non può evitare l'impatto del declino dei rendimenti azionari dal 2006/2007.

Se ci concentriamo solo sulla procedura di investimento che prevede il passaggio negli ultimi cinque anni al portafoglio prudente può essere utile calcolare il rendimento dei diversi trent'anni d'investimento e la loro variabilità.

Nella Fig. 2 il rendimento medio annuo di trent'anni di investimento finanziario oscilla nel periodo 1989-2008 tra l'8.5 e il 10.5 per cento con una deviazione standard che si presenta crescente negli ultimi anni.

Fig. 2 Effetto del mercato sulla volatilità del risultato

Montanti contributivi per 20 diverse coorti e, per ognuna di esse, rendimento annuo medio (lordo) e rischio del portafoglio di capitalizzazione annuale dei contributi



Diversa è l'immagine della volatilità dei risultati se teniamo conto dell'inflazione che nei diversi periodi si è verificata. Nella Fig. 3 l'aleatorietà dei risultati espressa in termini reali è indubbiamente maggiore di quella dei risultati nominali: le coorti i cui investimenti contengono in modo rilevante gli anni settanta ottengono un rendimento medio annuo reale negativo, mentre successivamente la variabilità si muove solo nell'ambito di rendimenti positivi e progressivamente crescenti fino al rendimento massimo del trentennio che termina nel 2008. Tutto ciò è tradotto alle volte nell'espressione "la lotteria del momento dell'uscita".

Dopo la grande depressione degli anni trenta e l'inflazione seguita alla seconda guerra mondiale, l'introduzione progressiva dei sistemi pensionistici pubblici a ripartizione è stata motivata dalla necessità di evitare di caricare solo su alcune sfortunate generazioni i rischi finanziari sistemici. A tutt'oggi, nei sistemi pensionistici dell'Europa continentale la pensione pubblica a ripartizione continua a svolgere un ruolo

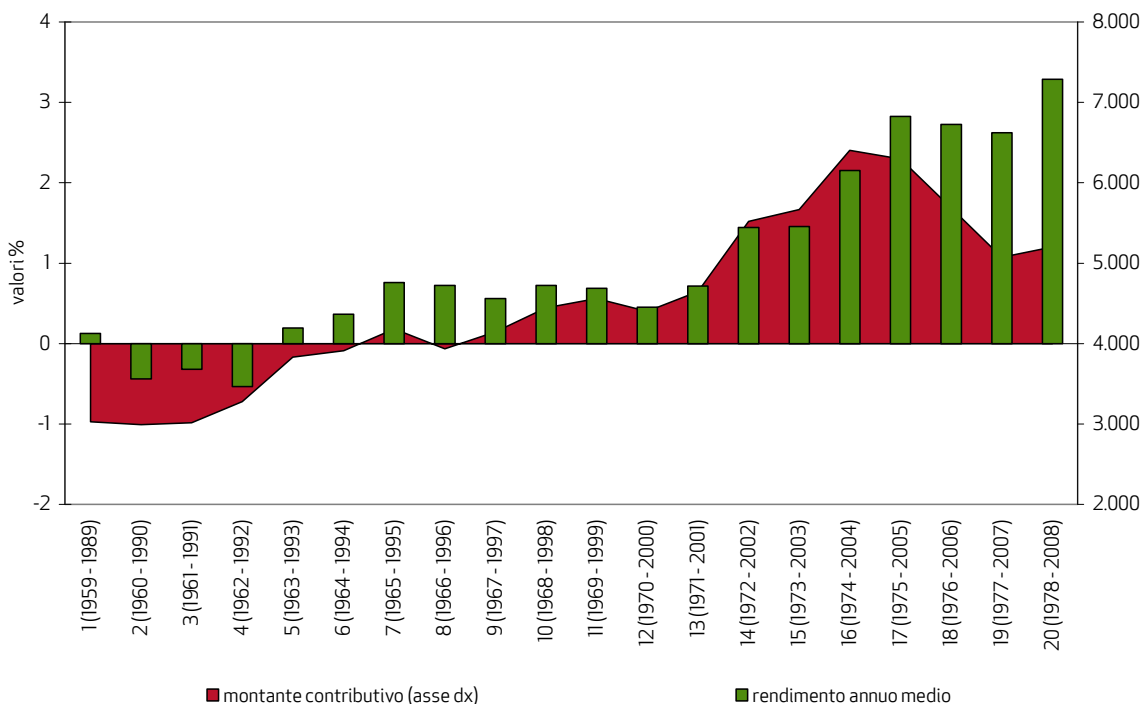
lo rilevante nella garanzia di reddito per la vecchiaia, pur nella consapevolezza dei problemi di adeguatezza già menzionati. Il tema della copertura di rischi sistemici dei mercati finanziari per la parte di previdenza complementare sta via via emergendo alla luce dei comportamenti dei mercati finanziari degli ultimi due anni e del fatto che i fondi pensione a capitalizzazione sono prevalentemente a contribuzione definita e il rischio finanziario è spostato sul lavoratore.

Sistema di calcolo contributivo della pensione a ripartizione e previdenza complementare a contribuzione definita hanno ridotto drasticamente la solidarietà intergenerazionale nell'ambito dei sistemi pensionistici rinviandola all'operare del sistema fiscale e di *welfare* più generale: rischi economici, demografici e finanziari sono tutti a carico del lavoratore.

Volendo affrontare il problema della copertura dei rischi finanziari connessi a quella parte di pensione a capitalizzazione, che dovrebbe temperare il problema dell'adeguatezza della pensione pubblica, è necessario fare riferimento sia a politiche di gestione degli attivi di portafoglio in funzione dell'entità degli impegni passivi che il fondo pensione sta prendendo, sia a misure finalizzate a coprire il rischio "lotteria dell'uscita".

Fig. 3 Effetto del mercato sulla volatilità del risultato in termini reali

Montanti contributivi al netto dell'inflazione di 20 coorti e per ciascuno di essi il rendimento medio annuo lordo al netto dell'inflazione



La gestione dei portafogli dei fondi tenendo conto delle passività che il fondo stesso va accumulando è lo strumento fondamentale. L'autorità di sorveglianza dei fondi pensione in Olanda ha previsto che i fondi pensione debbano mantenere un rapporto tra attività e passività del 125 per cento. Se questo rapporto è più basso di 125, ma più alto di 105, il fondo ha un periodo massimo di 15 anni per recuperare quota 125. Quando il rapporto è più basso di 105, il fondo deve recuperare quota 105 in un massimo di tre anni.

Ci sono tre misure che i fondi pensione possono prendere in linea di principio:

1. De-indicizzare al tasso di inflazione è, di solito, il primo strumento utilizzato per rialzare il rapporto di copertura. Le pensioni versate ai pensionati e i diritti pensionistici che i lavoratori maturano non vengono indicizzati alla variazione del livello dei prezzi. Ogni fondo de-indicizza secondo regole proprie. Comunque, nella maggior parte dei casi la mancata indicizzazione tocca anche il patrimonio dei lavoratori in quel momento occupati.
2. Il secondo strumento è l'aumento dei contributi pagati dagli occupati.
3. Se i primi due strumenti non bastano, il fondo pensione può decidere di abbassare il valore nominale dei diritti pensionistici maturati dai pensionati. Ma questa è una misura drastica che non è mai stata presa finora.

Questo esempio mostra come anche nel caso della capitalizzazione possano essere previste modalità con cui i lavoratori giovani assicurano almeno in parte i diritti pensionistici dei lavoratori più anziani, ovvero attuando forme di solidarietà intergenerazionale all'interno di un fondo pensione a capitalizzazione.