

Il sistema pensionistico: conflitto tra generazioni e rilancio dell'economia italiana

Mauro Marè

Convegno Mefop

Pensioni e generazioni: sostenibilità, equità e crescita del paese

Roma 9 Luglio 2014

Outline

- 1. Le questioni cruciali**
- 2. Cosa abbiamo fatto? Le riforme del I pilastro (ripartizione)**
- 3. I numeri del II pilastro (capitalizzazione)**
- 4. Fondi pensione e asset allocation**
- 5. investitori istituzionali e crescita economica (finanza e sviluppo)**
- 6. Il conflitto generazionale**

1 le questioni cruciali

- ricerca economica ha evidenziato che **sistema pensionistico misto** è preferibile a ripartizione e/o a capitalizzazione (rischio e rendimenti)
- finanziamento prestazioni dipende da **demografia e mercato del lavoro**
- **sistemi a ripartizione pensati in contesti molto diversi**; ci siamo dimenticati che pensioni devono essere legate al **mercato del lavoro** e alla **crescita economica**
- Ultimi 30 anni, in buona fede (??) **abbiamo dato per scontati crescita economica e occupazione** per finanziare sistema a ripartizione

1 le questioni cruciali

- PAYGO: **attivi pagano per non attivi**
- se si spezza legame, sono guai seri, sia per ripartizione, sia per capitalizzazione
- **Catena scambio generazionale** è immediata ed evidentissima nei sistemi a ripartizione; lo è meno per capitalizzazione
- **Rischio conflitto generazionale tra giovani e anziani è elevato**

2 cosa abbiamo fatto?

- **Molte riforme importanti** e ambiziose I pilastro: almeno 6 importanti riforme in 15 anni!
- forse abbiamo aggiustato troppe volte il sistema o in modo troppo frequente...; **incertezza su regole e criteri**
- sistema è adesso finanziariamente stabile. **Ma lo è anche socialmente?** (adeguatezza e accettabilità)

2 cosa abbiamo fatto? I pilastro

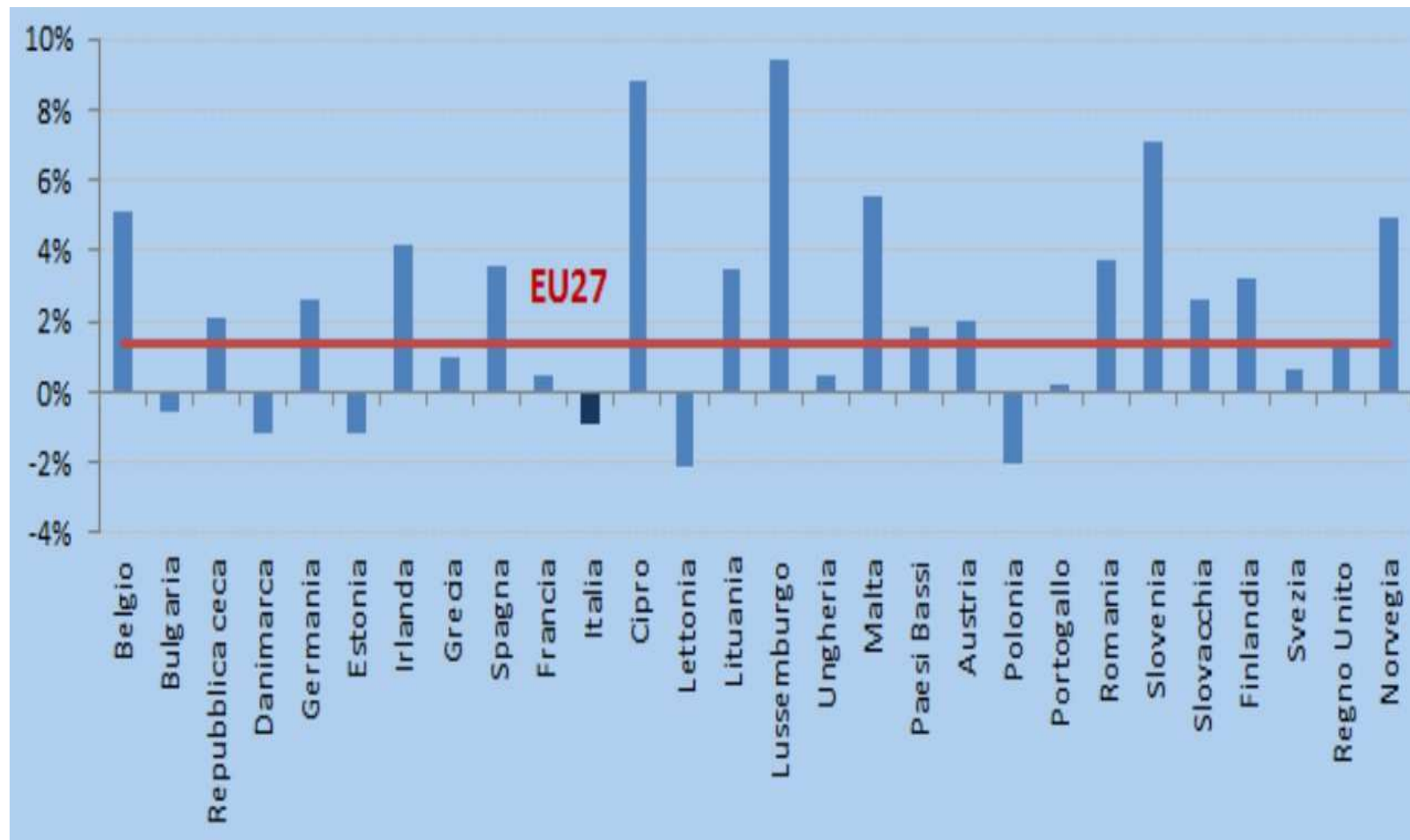
- notevoli risparmi ottenuti con aumento età pensionabile, contributivo per tutti, indicizzazione speranza di vita, quindi riduzione spesa/Pil e rid. valore pensione media
- Siamo molto più avanti di altri paesi! **Buoni risultati, ma insufficienti!, non è finita**, serviranno altri interventi....
- Esodati, offerta lavoro over 55, femminile e coorte over 65, tasso di occupazione giovani, crescita Pil....

Public spending for pensions as % of Gdp, EU 27 and Norway (2010)



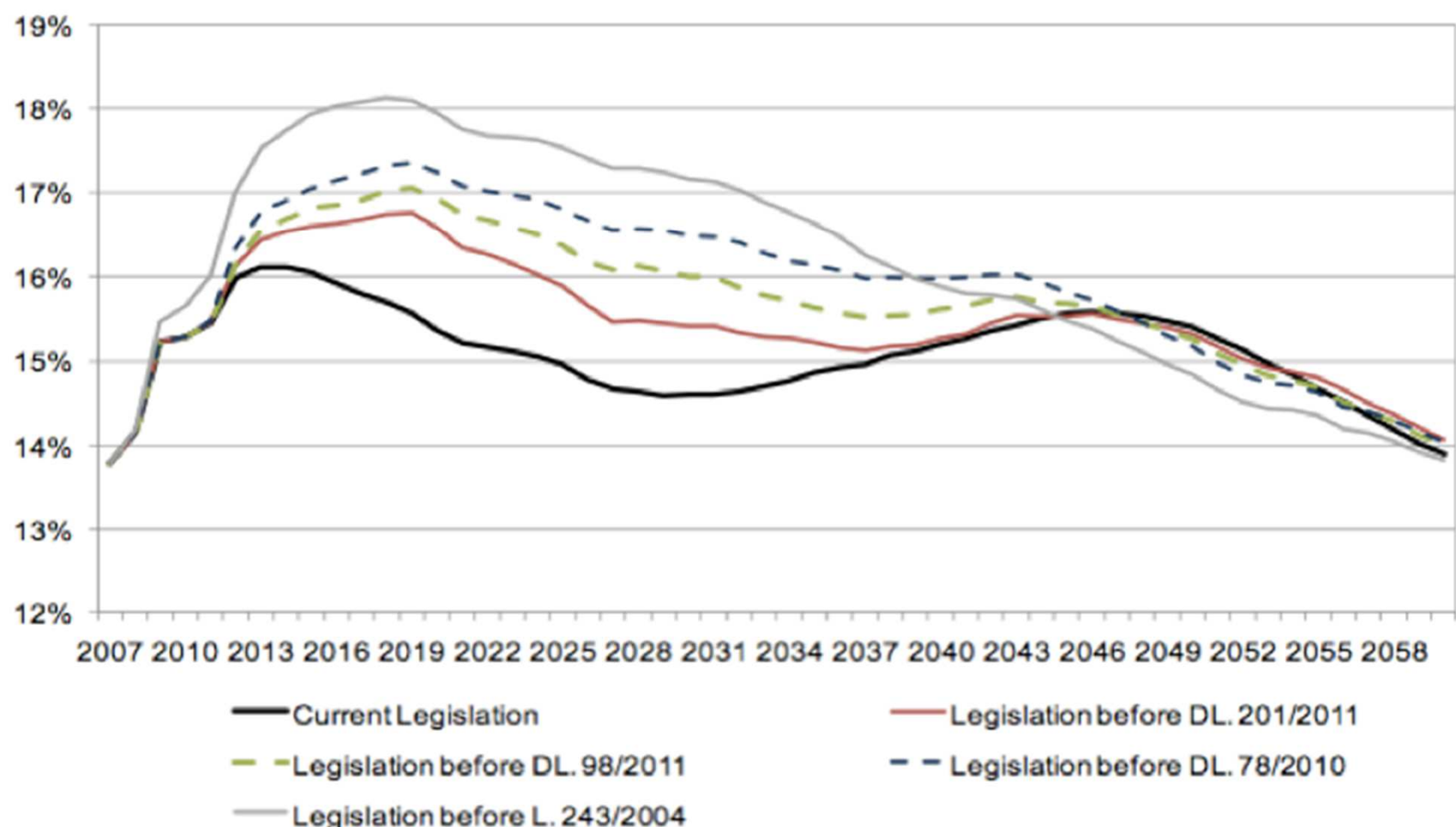
Fonte: Le tendenze di medio-lungo periodo nel sistema pensionistico e socio-sanitario - Ragioneria Generale dello Stato (2013)

2 Spesa pubblica per pensioni in % Pil, 27 paesi Ue e Norvegia (Variazione 2060-2010)



Fonte: Le tendenze di medio-lungo periodo nel sistema pensionistico e socio-sanitario - Ragioneria Generale dello Stato (2013)

Sizeable effect on pension spending as % of GDP



Source: Update of 2012 Economic and Financial Document, September 20, 2012. Demographic projections from

3 Le adesioni Il pilastro

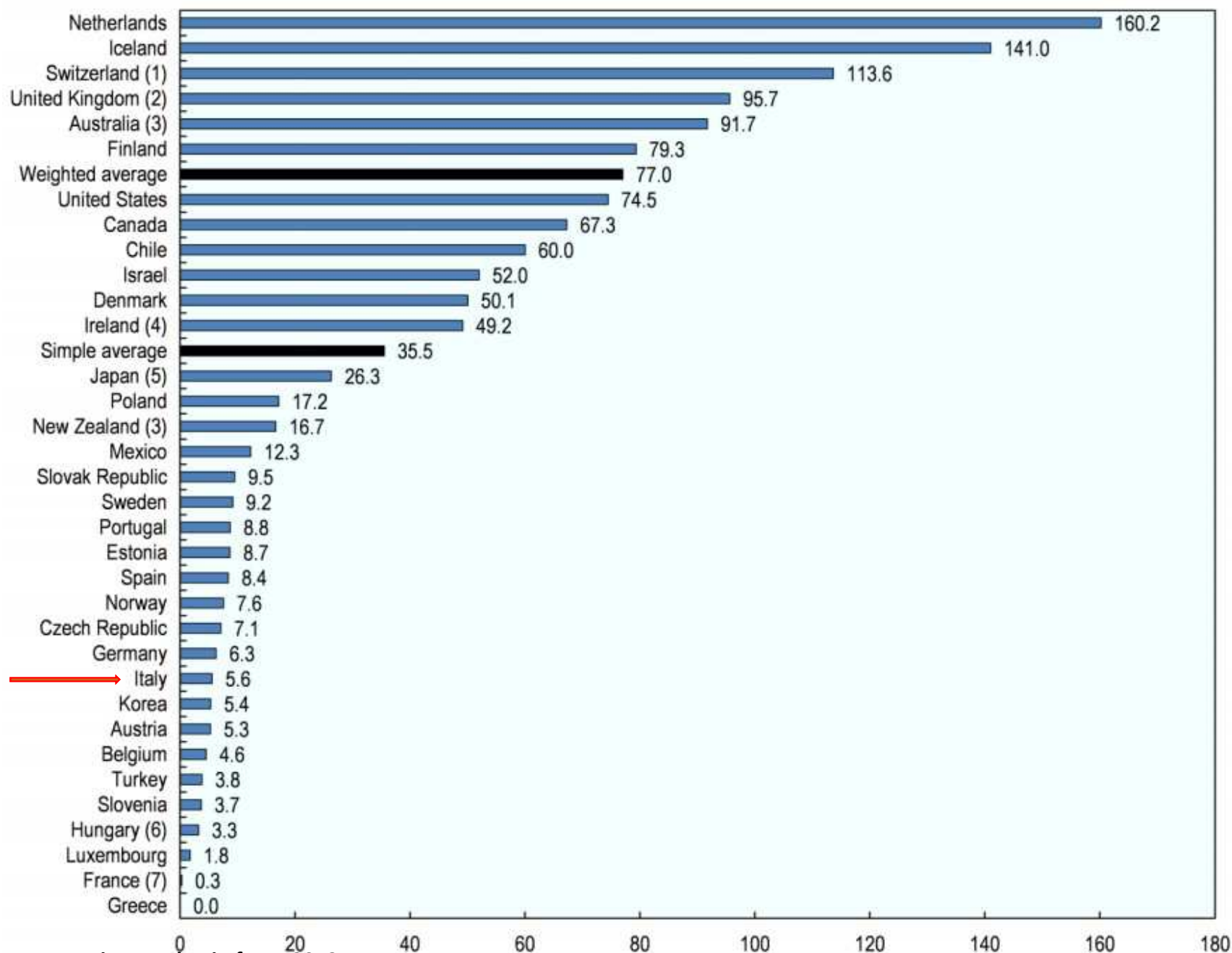
	dic-13	giu-13	mar-13	dic-12	Var.% dic13/dic12
Fondi pensione negoziali	1.950.552	1.959.197	1.964.148	1.969.771	-1,0%
Fondi pensione aperti	984.584	958.146	942.279	913.913	7,7%
Pip adeguati 252/05	2.134.038	1.959.859	1.868.727	1.777.024	18,9%
Pip non adeguati 202/05	505.110	534.000	534.000	534.816	
Fondi pensione preesistenti	654.627	659.000	659.000	659.920	-1,1%
Totale iscritti	6.203.763	6.043.407	5.941.372	5.828.674	6,1%

Adesioni stabili (lieve diminuzione Fpn, aumento Fpa) con eccezione PIP + 18%

3 il patrimonio (milioni euro)

	dic-13	giu-13	mar-13	dic-12	Var.% dic13/dic12
Fondi pensione negoziali	34.504	31.817	31.391	30.174	14,4%
Fondi pensione aperti	11.990	10.838	10.740	10.078	19,0%
Pip adeguati 252/05	13.014	10.983	10.502	9.813	32,6%
Pip non adeguati 202/05	6.499	6.270	6.270	6.273	3,6%
Fondi pensione preesistenti	50.376	48.010	48.010	48.010	5,0%
Totale risorse D.P.	116.443	108.014	106.968	104.401	11.6%

Rapporto patrimonio FP/Pil al 31/12/2012



Fonte: Ocse - Pension Market in focus 2013

Casse di previdenza – Composizione delle attività (Anno 2013)

Enti previdenziali privati di base. Composizione delle attività.

(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2011		2012	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	3.960	7,1	6.380	10,4
Titoli di Stato	7.571	13,6	9.004	14,7
Titoli di debito	6.086	10,9	5.661	9,3
<i>quotati</i>	2.438	4,4	1.891	3,1
<i>non quotati</i>	3.648	6,5	3.770	6,2
Titoli di capitale	2.096	3,8	1.998	3,3
<i>quotati</i>	2.072	3,7	1.973	3,2
<i>non quotati</i>	24	0,1	25	0,1
OICR	14.514	26,1	17.581	28,8
<i>Quote di OICR armonizzati</i>	6.629	11,9	8.670	14,2
Azionari	....	....	2.662	4,4
Bilanciati	....	....	446	0,7
Obbligazionari	....	....	3.575	5,8
Monetari	....	....	571	0,9
Flessibili	....	....	397	0,6
ETF	....	....	798	1,3
Non identificabili	....	....	221	0,5
<i>Quote di OICR non armonizzati</i>	7.885	14,2	8.911	14,6
di cui: Fondi immobiliari	....	....	6.370	10,4
Immobili	14.749	26,5	12.837	21,0
Partecipazioni in società immobiliari	575	1,0	579	0,9
Polizze assicurative	473	0,8	512	0,8
Altre attività	5.684	10,2	6.586	10,8
di cui: crediti verso iscritti per contributi	3.494	6,3	4.049	6,6
Totale	55.708	100,0	61.138	100,0

Fonte: Relazione Covip per l'anno 2013

4 I fondi pensione e le Casse come investitori istituzionali

- A dicembre 2013, l'Andp complessivamente gestito dai Fp supera i **116 miliardi di euro (il 7% del Pil)**
- Se si considera anche il patrimonio delle Casse di previdenza (70 mld.), il rapporto **raggiunge circa il 12% dei Pil**
- quale dovrebbe essere il **ruolo di questi investitori istituzionali?**
Quali investimenti?

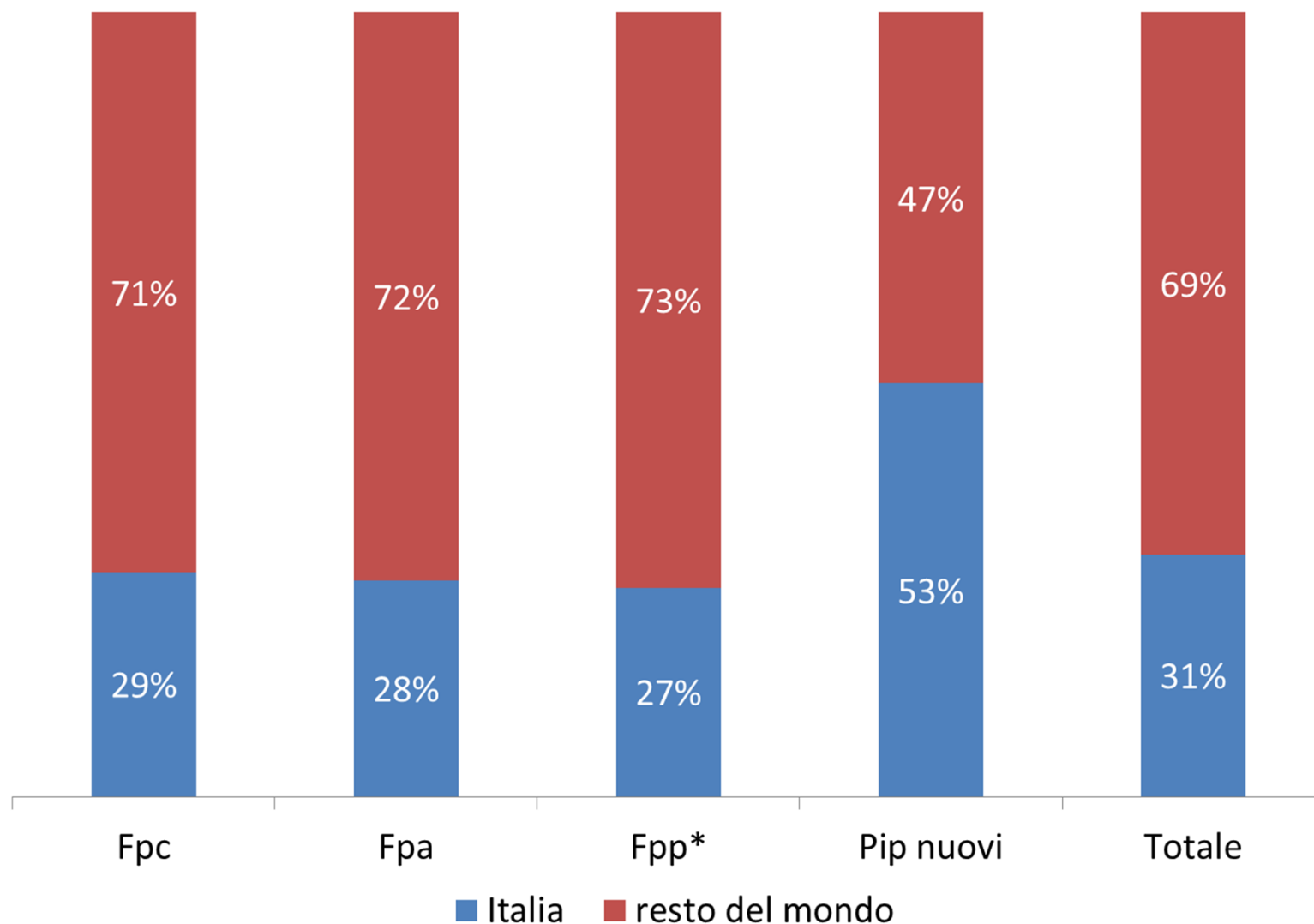
4 l'asset allocation dei Fp italiani (fine 2013; %)

	Fpc	Fpa	Fpp ¹	Pip nuovi	Totale
Depositi	4,8	5,3	6,5	4,5	5,4
Titoli di Stato	60,0	44,3	39,7	57,6	50,6
- di cui italiani	25,6	24,7	23,9	48,5	27,8
Altri titoli di debito	10,4	3,9	11,1	16,7	10,6
- di cui italiani	2	1,1	2,2	3,7	2,2
Titoli di capitale	16,6	21,2	10,3	11,8	14,4
- di cui italiani	0,9	1,8	0,6	0,5	0,9
OICR	7,9	24,6	15,8	9,1	13,0
- di cui immobiliari	0,1	-	4,2	0,8	1,5
Immobili	-	-	12,0	-	4,1
Altre attività e passività	0,3	0,6	4,5	0,3	1,8
TOTALE	100	100	100	100	100
- di cui italiani	28,6	27,6	26,7	52,6	30,9

Fonte: elaborazione Mefop su dati Covip

¹I dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione.

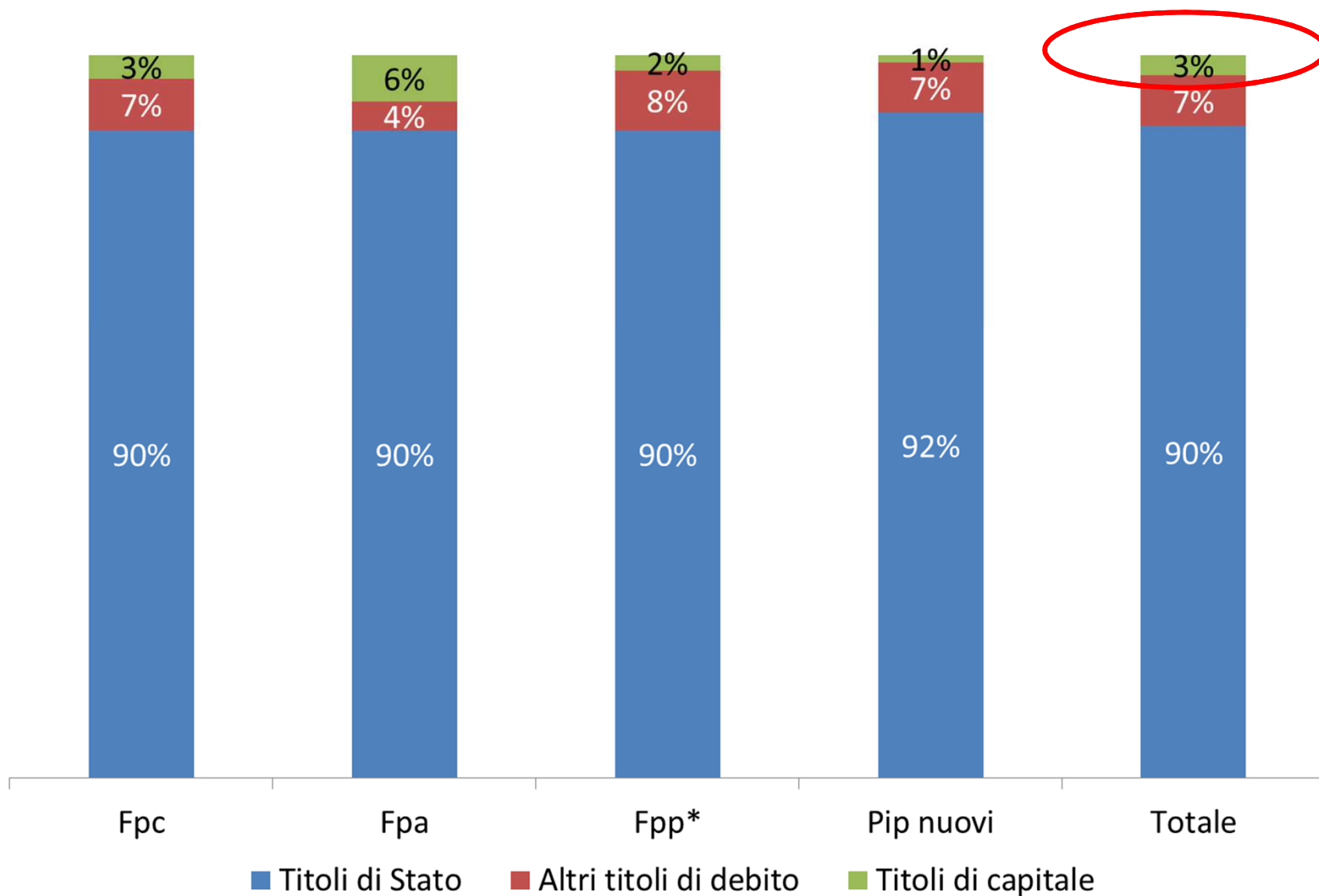
4 quanto i Fp investono in Italia? (fine 2013; %)



Fonte: elaborazione Mefop su dati Covip

*I dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione

4 come i Fp investono in Italia? (fine 2013; %)



Fonte: elaborazione Mefop su dati Covip

*I dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione

4 ragioni dell'attuale asset allocation

- Investimenti non tradizionali/alternativi ancora poco presenti nel portafoglio dei fondi pensione
- No ostacoli normativi; più origine e **cultura finanziaria dei FP**
- **ostacoli tecnici e natura strumenti** (private equity, debt funds, ecc.): **scarsa liquidità, lungo orizzonte temporale, difficoltà di valutazione...**
- **complessità gestionale** che richiede specializzazione competenze FP
- **Liquidità: valorizzazione semestrale** (trimestrale), carenza di benchmark per progetto esemplificativo

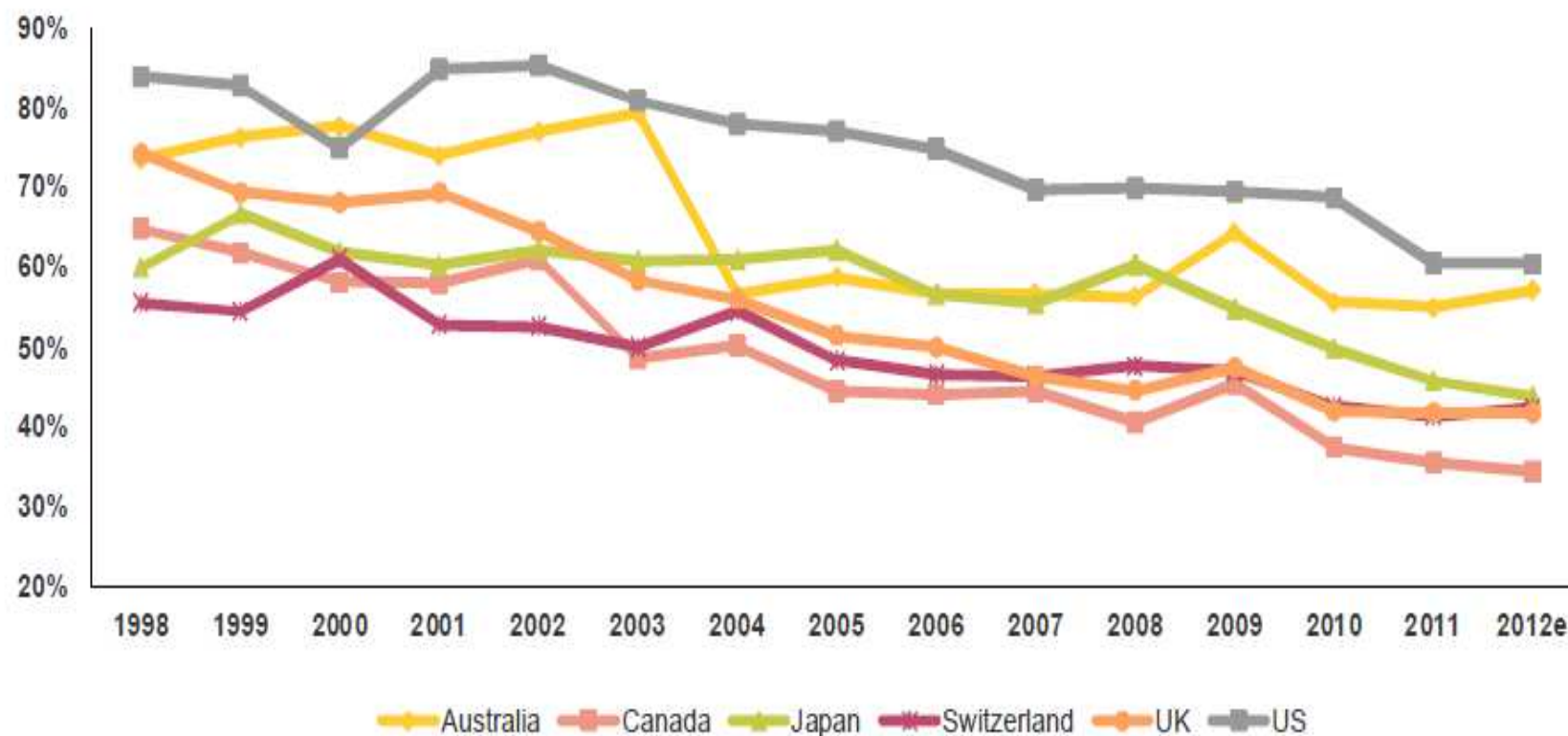
4 Perché i fondi pensione dovrebbero investire in altri strumenti?

- a. rendimenti più elevati
- b. **Diversificazione allocazione risorse** (asset decorrelati con quelli tradizionali)
- a. E soprattutto... per **effetti positivi sulla crescita del paese**

4 Quanto e come i Fp investono in Italia ?

- **31% del patrimonio è investito in Italia;** (più della metà in titoli di stato)
- **l'investimento in titoli di capitale italiani è residuale e marginale** (FPc 0,9% in Italia, Fpa 1,8%)
- Quindi **afflusso risorse FP al mercato capitali è trascurabile;** da FP è finora derivato un supporto modesto alla capitalizzazione imprese italiane (quotate e non quotate)
- Importante allora, nel rispetto degli obiettivi previdenziali, **promuovere forme di finanza per lo sviluppo nei FP**

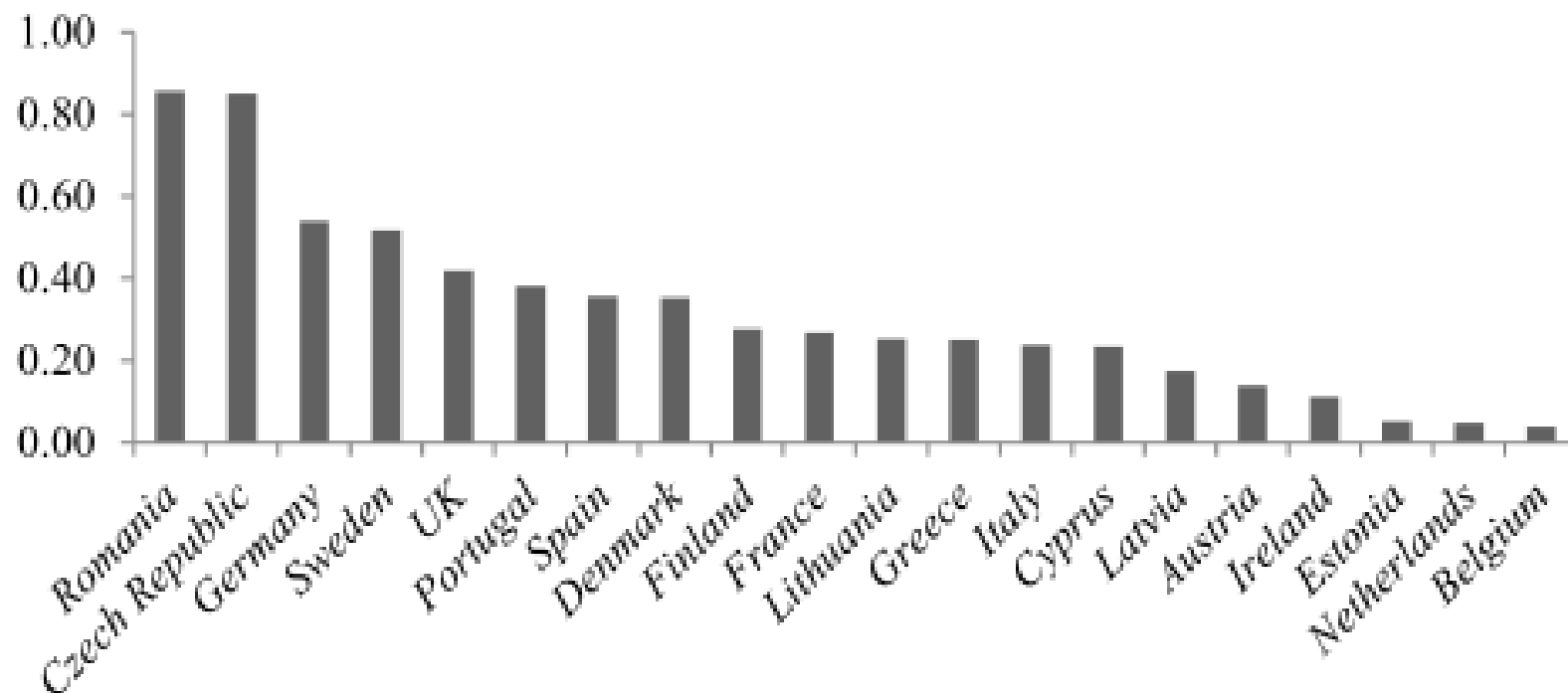
4 Cosa accade all'estero: l'home bias nei fondi pensione (investimento azionario)



Fonte: Towers Watson, *Global Pension Asset Study 2013*

- Progressiva riduzione dell'home bias, in media, da 64.7% nel 1998 a 46.5% del 2012
- Gli Stati Uniti sono il paese con la massima esposizione alle azioni domestiche

4 Cosa accade all'estero: l'home bias complessivo nei fondi pensione europei



Fonte: Melle Bakker, European Union Pension Funds and Home Bias Geographical Asset Allocation in Light of the Three Goals Set by the European Commission, Netspar, june 2013

N.B. I dati si riferiscono a un'indagine condotta su 110 fondi pensione europei.

5 Azioni di società domestic quotate nei mercati dedicati alle PMI (febbraio 2011; valori monetari in milioni di euro)

	Numero di società domestic quotate	Capitalizzazione
Regno Unito	968	65.503
Italia	19	351
Germania	127	16.824
Francia	136	4.846

Fonte: Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari, Audizione del Presidente della Consob Giuseppe Vegas, Roma 23 marzo 2011

5 Il ruolo dei fondi pensione...

- Orizzonte d'investimento dei Fp **dovrebbe essere lungo**
- **Scelte di investimento *contrarian*** (anticicliche) che riducono volatilità dei mercati finanziari (gestione benchmark)
- **Supporto al finanziamento delle imprese**, anche media e piccola dimensione, potrebbe essere rilevante nel contesto dell'attuale credit crunch

5 La finanza per lo sviluppo

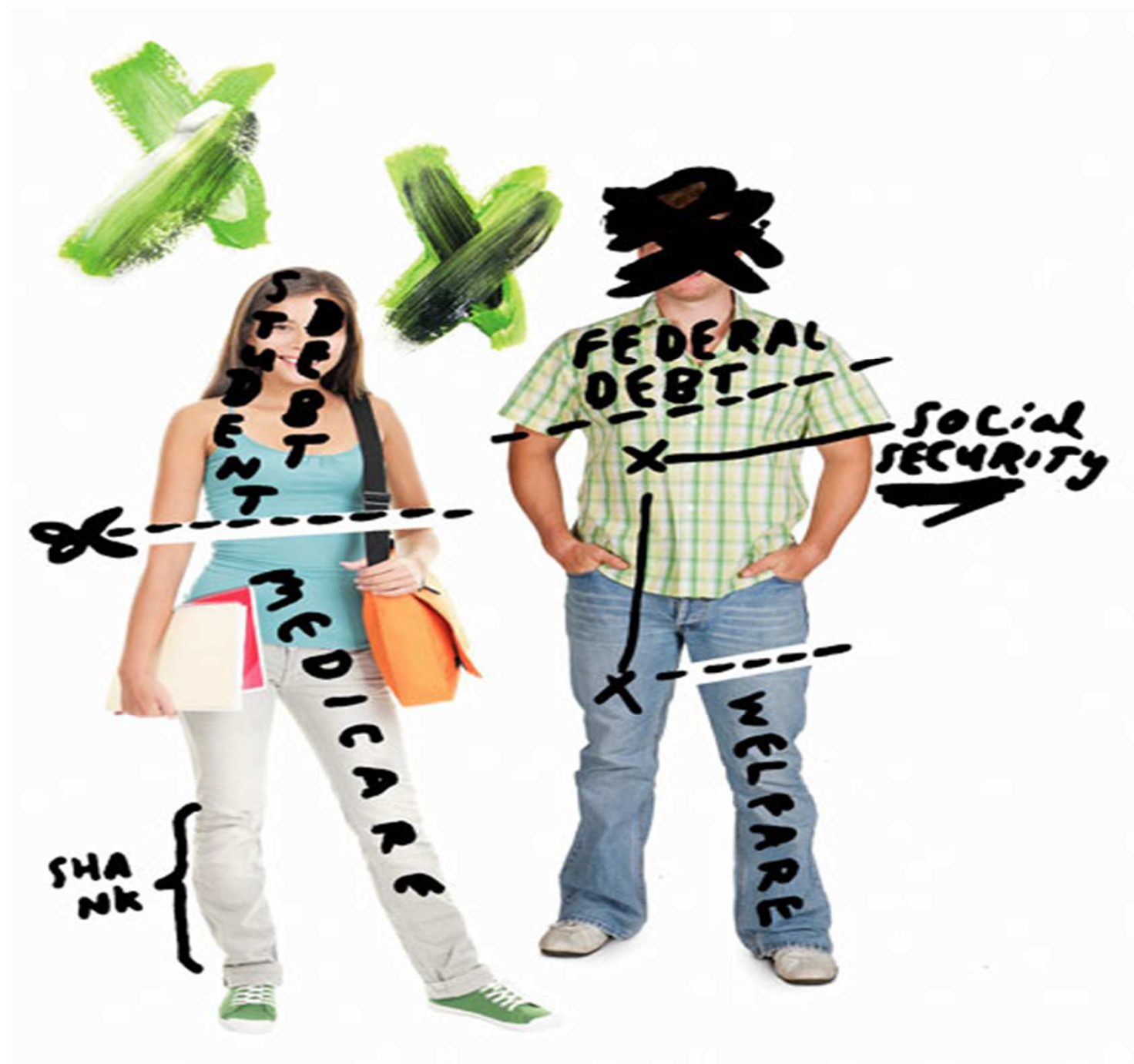
- **Individuare soluzione di mercato, volontaria, senza vincoli di portafoglio per far affluire risorse all'economia italiana**
- Soluzione che metta insieme domanda e offerta (fondo per Pmi, private equities, infrastrutture, ecc.)
- **Fondo ad hoc** (dedicato) **per fondi pensione e Casse** (con partecipazioni altri operatori pubblici e privati, Cdp, ecc.)
- **Farlo subito, altrimenti rischio tentazione politica aumenta;** evitare soluzione Polonia e Ungheria

5 un'ipotesi operativa di un Fondo per lo sviluppo

- **Fondo di fondi per FP e Casse di previdenza: Maggioranza quote posseduta da investitori istituzionali;** partecipazione minoranza altri soggetti (pubblici, Cdp, privati,...)
- Una SGR potrebbe costruire fondo di fondi o investire in fondi già esistenti
- Possibilità di diversi sottofondi: infrastrutture, energia, turismo, Pmi, sviluppo locale, R&D, ecc. (fondo di fondi)
- Governance fondo: **approccio duale, con Comitato indirizzo e controllo e Comitato di gestione**

6 il rischio di un conflitto generazionale

- **Rischio di un conflitto generazionale rilevante.** Siamo davanti a una time-bomb generazionale...
- **Giovani senza lavoro, con meno reddito e patrimonio...**
- Non solo non riusciranno ad accumulare adeguatamente per se stessi... ma neanche a pagare le pensioni per le coorti più vecchie..
- **ci sono forme iniziali ma evidenti di ripudio del debito pensionistico implicito...** attivi ci metteranno poco a capire, che pensioni che pagano con contributi sono lontane dal livello pensioni di cui potranno godere



6 il rischio di un conflitto generazionale

- **Debito pensionistico implicito**: Stima complessa possibili diversi metodi di stima; molto dipende da discounting rate, da crescita reddito, da demografia e mortalità, da stima contributi
- OCSE: **Italia valore elevato in % Pil**. Riforme fatte ultimi 15 anni lo hanno ridotto
- **IT: siamo vicini al 200% del Pil**
- Come lo si finanzia? Le promesse di pagare prestazioni anziani sono credibili? **Giovani/attivi saranno in grado/vorranno pagare** questo onere?

**Table 4. Estimates of Implicit Pension Debt and General Government Debt,
Selected OECD Countries (Percent of GDP)**

Country	OECD (ABO)	IMF (PBO) ^a	Kune (PBO)	Kune (ABO)	General Gross Debt ^b
Belgium	-	-	101	75	136
Canada	121	94	-	-	96
Denmark	-	-	117	87	69
France	216	265	112	83	48
Greece	-	-	245	185	114
Ireland	-	-	78	55	-
Italy	242	357	207	157	129
Japan	162	166	-	-	83
Luxembourg	-	-	219	156	-
Netherlands	-	-	144	103	79
Portugal	-	-	128	93	71
Spain	-	-	129	93	63
Sweden	-	131	-	-	92
United Kingdom	156	117	92	68	46
United States	113	106	-	-	69
West Germany	157	221	186	138	50

Table 1B: Implicit pension debt (only retirees) with 10 year national bonds discounting

COUNTRY	Year	PENSION DEBT (national currency, bn)	PENSION DEBT/GDP %	PENSION DEBT/PUBLIC DEBT %	DURATION (years)	PENSION DEBT HELD BY FE- MALE POPULA- TION
ITALY	2007	3046	197	191	9.2	44.4%
	2003	2574	193	185	9.5	44.6%
	1999	2032	180	158	8.8	45.0%
USA	2008	7309	55	84	9.3	44.2%
	2003	4935	44	73	9.1	41.9%
	1990	2056	35	64	8	42.2%
UK	2010	1837	136	162	12.7	55.4%
	2008	2125	147	282	13.4	54.7%
	2003	1082	95	246	10.2	53.1%
GERMANY	2009	2289	95	130	7.7	50.7%
	2008	2362	95	144	7.9	51.0%
	2003	1938	109	133	7.7	50.9%
FINLAND	2008	277	150	440	9.7	51.2%
SWEDEN	2008	3691	135	349	7.6	45.8%
SWITZERLAND*	2005	175	39	102	10.2	53.8%
DENMARK*	2010	273	119	294	10.4	56.9%
NEW ZEALAND*	2006	54	51	176	10.9	58.2%

Source: our computations on national data.

* Average pension benefit by age not available: we use the average benefit by gender

6 il rischio di un conflitto generazionale

- **Contributi accademici recenti evidenziano una forte crescita diseguaglianza tra generazioni**, tra giovani e anziani, forte in FR, IT, UK, meno pronunciata altri (cfr. grafici)
- under 35 molto più poveri, aumento ricchezza finanziaria coorte 55-64 e molto forte over 65
- diversi indici concentrazione mostrano che diseguaglianza è aumentata: Mobilità sociale sembra essere diminuita, chance figli superare la situazione padri si è ridotta

La concentrazione della ricchezza finanziaria netta (%)

(a) per età

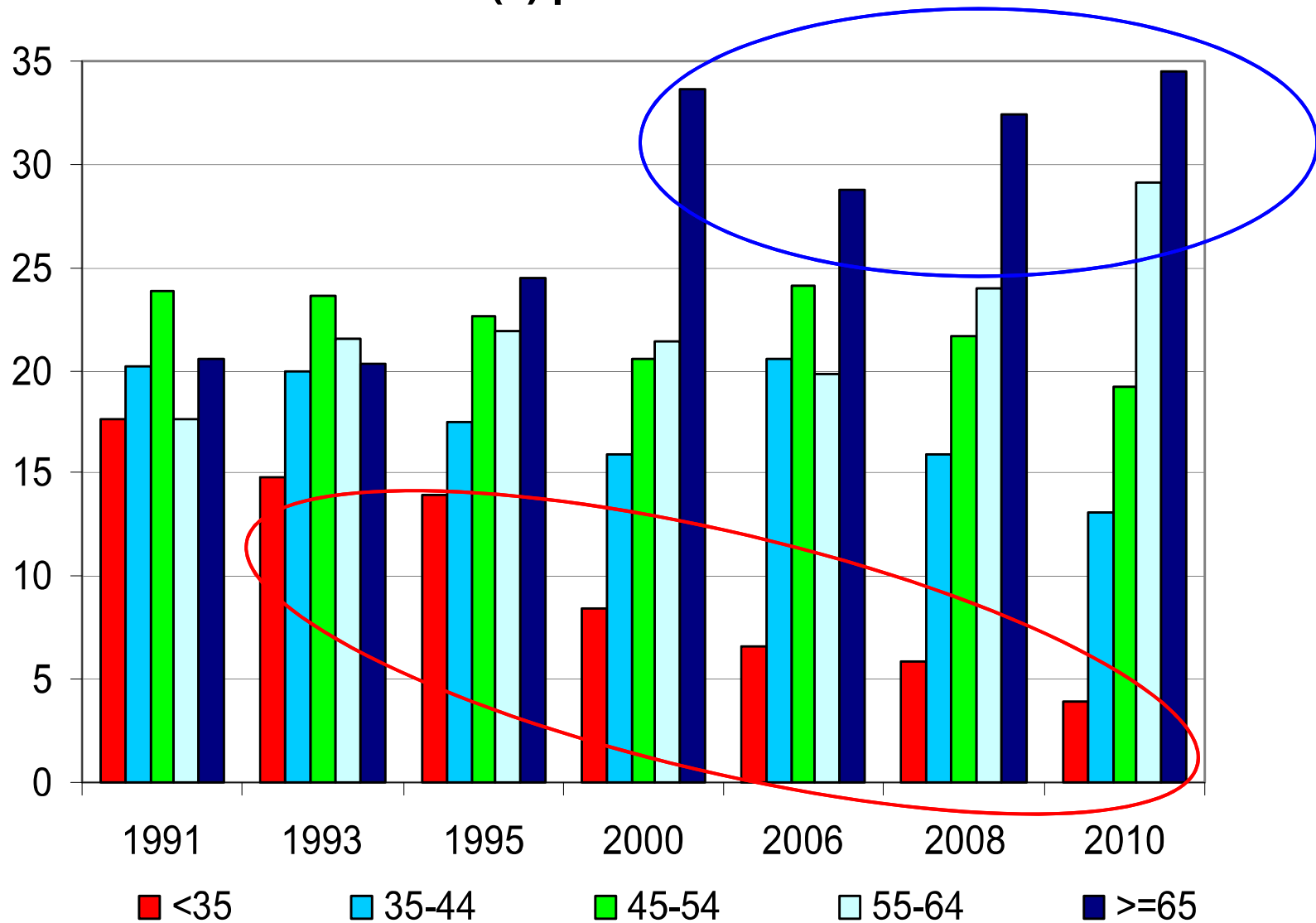
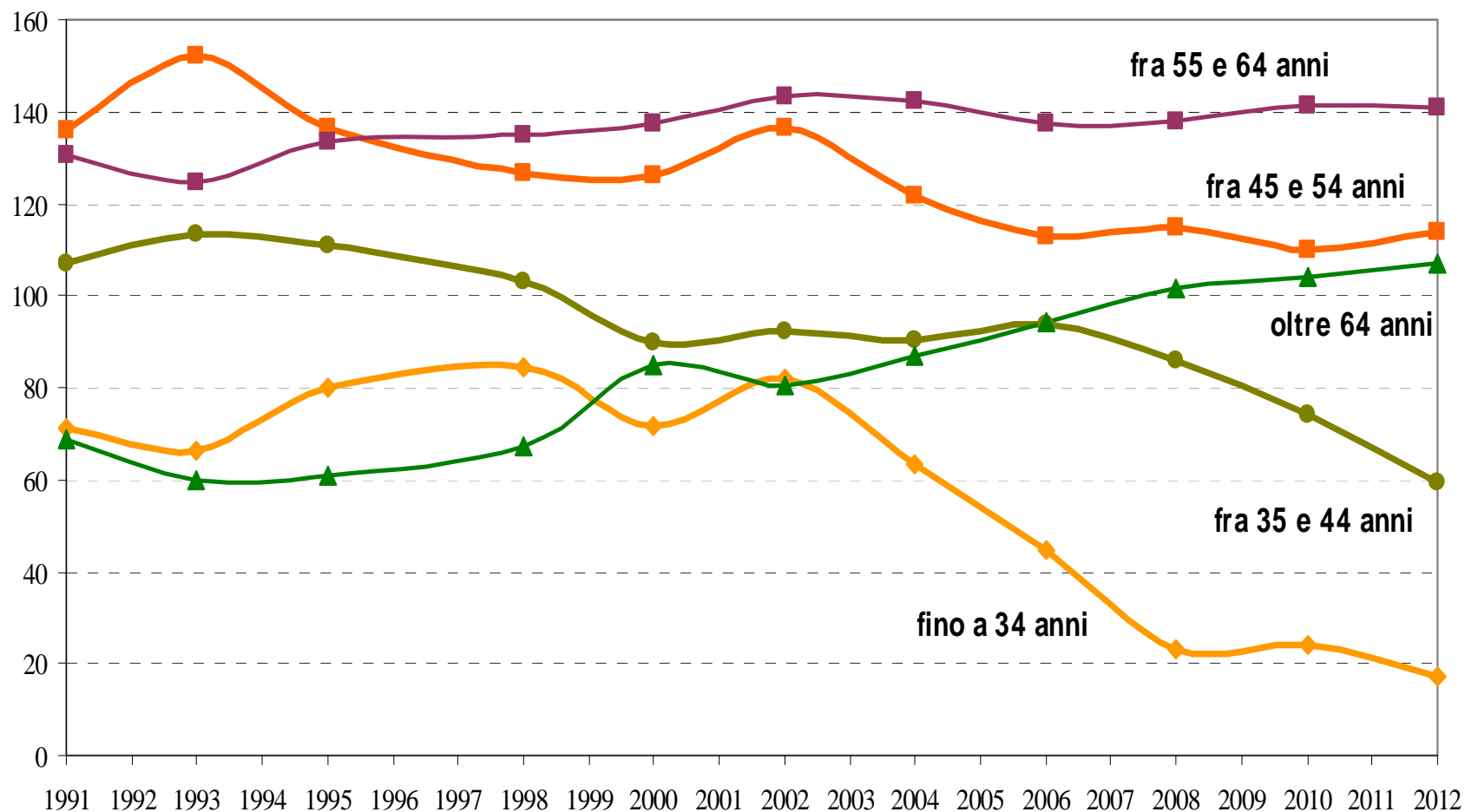


Fig. 10

Ricchezza netta familiare per classe di età del capofamiglia
(numeri indice, Italia= 100)



Fonte: Elaborazioni sull'archivio storico dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, versione 8.0

Fig. 6 – La dinamica della ricchezza e del reddito (1)
(*mediane*)

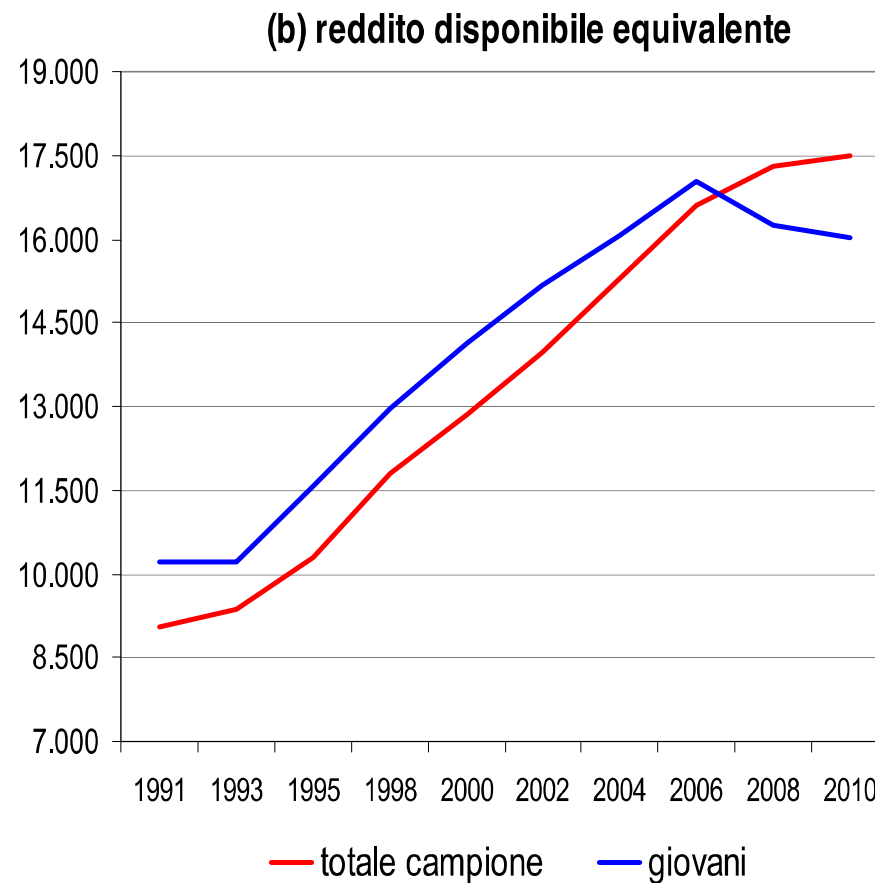
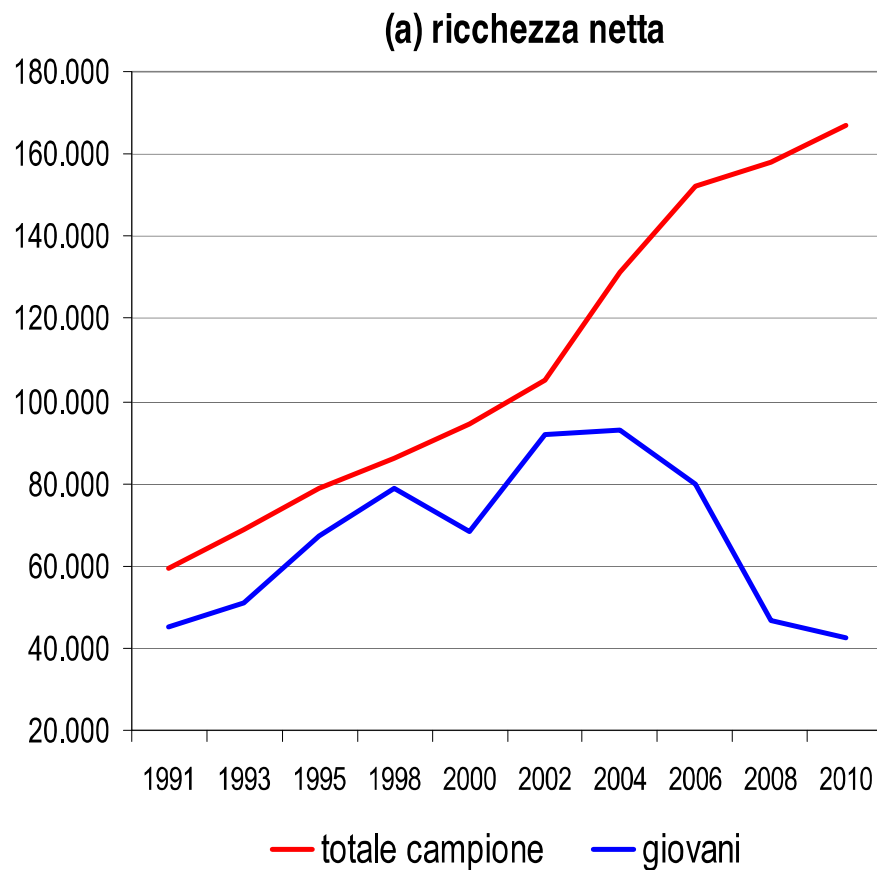
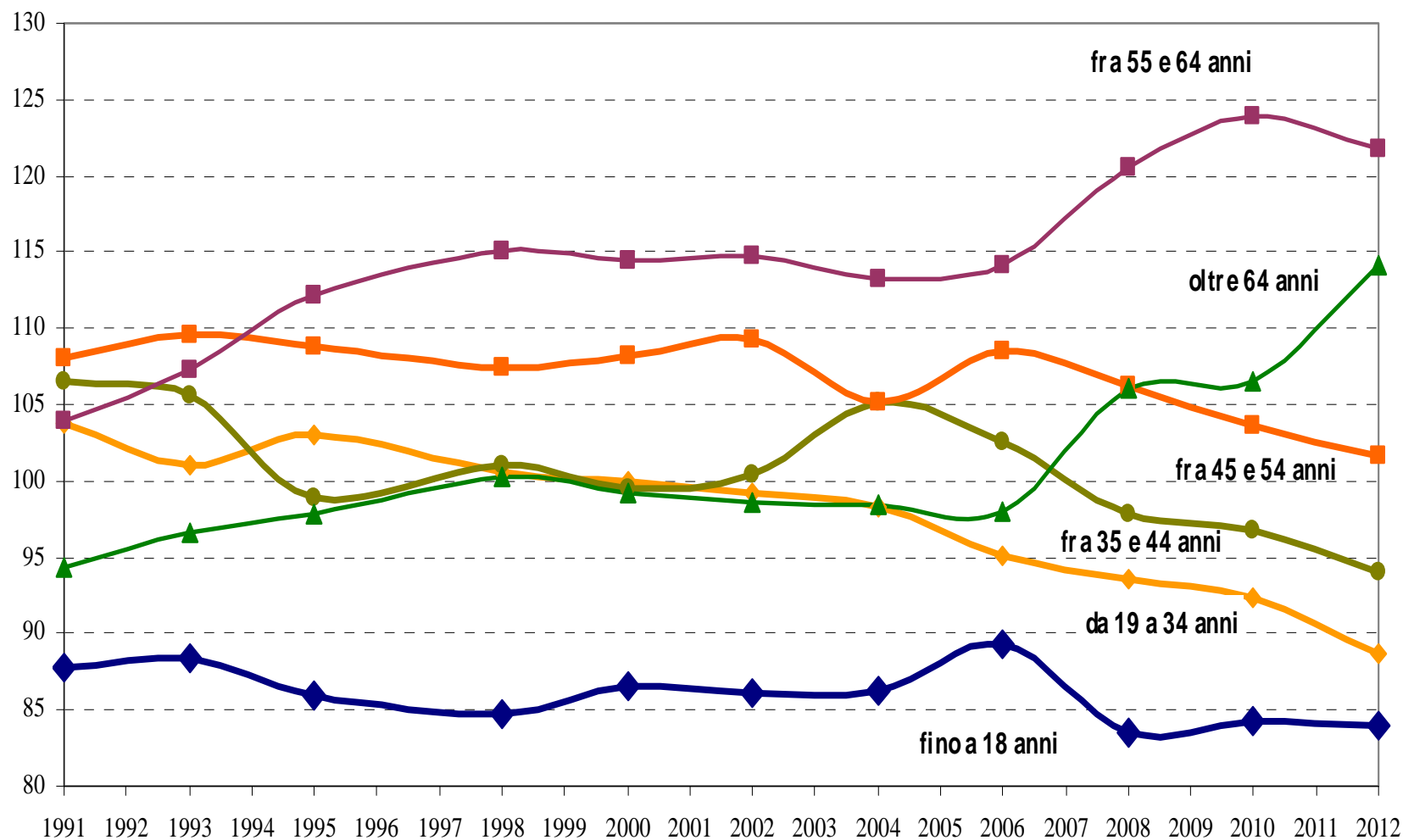


Fig. 5

Reddito equivalente per classe di età (numeri indice, Italia= 100)



Fonte: Elaborazioni sull'archivio storico dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, versione 8.0

6 il rischio di un conflitto generazionale

senza meccanismi di solidarietà da parte dei più ricchi... sistema è poco sostenibile socialmente!

Quali soluzioni?

- a. Riduzione contributi? Opting-out?
- b. prelievo pensioni d'oro da gettito modesto, oltre a presentare molti aspetti complessi (molte regole e criteri)
- c. Finanziamento con imposte (consumi, patrimonio)
- d. Rivedere funzionamento pilastri pensionistici e + capitalizzazione
- e. Pensione di base finanziata da fiscalità, II pilastro contributivo e III pilastro volontario

6 il rischio di un conflitto generazionale

- Per 30 anni, si è finanziato un **welfare** per assicurare “una vita comoda ed agiata agli anziani”?
- Non ce lo possiamo più permettere. Come se ne esce? **Quali soluzioni per evitare conflitto generazionale?**
- Tutto dipende da andamento occupazione, consumi, risparmio per classi di età, ruolo fiscal policy: disavanzo e debito; aumento imposte e riduzione spesa

6 il rischio di un conflitto generazionale

- a. **Opting-out?** Parte dei contributi degli attivi giovani (5-8%) usato per finanziare PC o fondi sanitari o altre forme di accumulo
- b. Forme di **riduzione prestazioni in essere** sembrano difficilmente evitabili!!! (ma che dice CC?)
- c. Utilizzo di **imposte sui consumi e sui patrimoni**: incidenza maggiore su anziani, rispetto contributi e imposte sul reddito
- d. C'è spazio elettorale per queste ipotesi? **Median voter** invecchia..!!

6 il rischio di un conflitto generazionale

e. Maggiore ruolo per i **sistemi a capitalizzazione**

f. riducono onere su generazioni future e aumentano risparmio (?)

g. riduzione rischio politico

h. Maggiore diversificazione

6 effetti macro dell'aging

- Effetti **aging** su **saving rate** e **mobilità capitali** sul **piano internazionale** (multicountry overlapping generation models: AK (1987) Borsch-Supan et al. 2010, 2014; Poterba, 2014)
- Lavoratori risparmiaranno di più, date riforme pension e labor market: quindi > capital stock; più capitalizzazione, meno PAYGO
- 2010: international capital flows (deflusso capitali = 3,5% Pil) poi dal 2035 afflusso: effetti positivi su risparmio (ma invarianza fiscal policy)
- **Rischio di un financial meltdown?** Baby-boomers quando andranno in pensione venderanno asset: che succede prezzo titoli?



Il video è visibile al link: <https://www.youtube.com/v/5xDsNDXfJkl?fs=1>

7 Conclusioni

Articolo 3.3 Treaty of EU (2010, p. 17):

“The Union shall combat social exclusion and discrimination, and shall promote social justice and protection, equality between women and men, [solidarity between generations](#)...”

Equità tra generazioni è un tema complicato

Vorrei poter parlare ai miei figli, ai nostri figli, senza usare le parole di Groucho Marx

“Why should I care about future generations? What have they done for me”