

LE RENDITE VITALIZIE: UN CONFRONTO TRA IL CASO ITALIANO E LE PRINCIPALI ESPERIENZE ESTERE

Pietro Tommasino

- Banca d'Italia -

*Convegno Mefop - Assofondipensione
“Quale pensione dalla previdenza complementare?”
Roma – 3 luglio 2009*

Sommario

- 1) Linee evolutive dei sistemi pensionistici e accresciuta importanza del mercato delle rendite
- 2) Il mercato delle rendite italiano in prospettiva comparata
- 3) Alcune valutazioni e implicazioni di *policy*

NB: Le opinioni espresse non riflettono necessariamente quelle dell'istituzione di appartenenza.
La presentazione si basa sui risultati di un progetto di ricerca condiviso con
Giovanni Guazzarotti (Banca d'Italia)

Linee evolutive dei sistemi pensionistici e mercato delle rendite

- Negli ultimi anni in quasi tutti i principali paesi il pilastro pubblico a ripartizione è stato ridimensionato



- Aumentano i margini di scelta – e di errore – dei risparmiatori
 - Quanto contribuire? Come allocare il portafoglio?
 - **Come de-cumulare?**
 - *somma fissa, programmed withdrawal, rendita vitalizia*



- Nel pilastro privato, in molti paesi, ci si è spostati da fondi DB a fondi DC

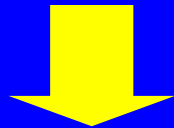


- Questo aumenta ulteriormente l'importanza delle scelte di de-cumulo e del mercato delle rendite



Il mercato delle rendite

- **Caratteristiche/vincoli della domanda**
- **Caratteristiche/vincoli dell'offerta**



- **Adeguatezza dei prezzi**
- **Ampiezza della gamma dei prodotti**
- **Sviluppo del mercato**

La domanda

Perché esiste una domanda di rendite:

- Il lavoratore può **trasferire il rischio di vivere più a lungo del previsto** (esaurendo quindi le risorse accantonate) **o meno del previsto** (lasciando quindi risorse non utilizzate) **alla compagnia di assicurazione**
- La compagnia, avendo un ampio *pool* di clienti, può eliminare il rischio che un singolo cliente viva più della media della sua generazione (**rischio di longevità idiosincratico**). Sopporta solo il rischio di evoluzioni impreviste della vita media attesa (**rischio di longevità aggregato**).

L'analisi economica porta a concludere che una frazione consistente della ricchezza pensionistica dovrebbe essere “annuitizzata” (Davidoff, Brown, Diamond, AER 2005)

La domanda (2)

Alcuni fattori possono ridurre la domanda di rendite

- Le scelte del risparmiatore possono risentire di **mancaanza di competenze/info** in materia di scelte finanziarie, **distorsioni cognitive o comportamentali**
- Le rendite costituiscono **una attività illiquida** (rilevante in paesi con copertura sanitaria pubblica limitata)
- **Il desiderio di lasciare una eredità ai propri figli** (in genere, alla morte del titolare l'*annuity* perde ogni valore) o forme di *risk-sharing* all'interno della coppia
- **Un pilastro previdenziale pubblico [percepito come] generoso** “spiazza” in tutto o in parte il mercato, soddisfacendo la domanda di *annuitization* del soggetto

Questi ultimi fattori sembrano particolarmente importanti nel caso italiano. In futuro, potrebbero esercitare un ruolo minore. Nel periodo 2011-2050:

- Il rapporto tra la pensione media e il salario medio si ridurrà di circa il 30%
- Il rapporto tra prima pensione e ultimo stipendio scenderà da circa il 70 a circa il 50%

L'offerta

L'offerta di rendite vitalizie dipende tra l'altro da:

- **Selezione avversa.** Gli acquirenti di rendite hanno in media una vita attesa superiore a quella della media della popolazione
- **Rischio di longevità aggregato.** Si riferisce al rischio che la vita media di una intera coorte risulti diversa da quanto preventivato
- **Rischio di re-investimento.** Se non si dispone di titoli sufficientemente a lungo termine per coprire l'intero periodo di vita attesa residuo
- **Livello dei costi amministrativi e di gestione, grado di competizione nel settore**

L'offerta (2)

Rispetto agli altri paesi, in Italia:

- Il problema di **selezione avversa** può risultare aggravato da:
 - una **insufficiente tempestività nella pubblicazione delle tavole di mortalità**,
 - **difficoltà di costruire tavole relative agli *annuitants***
 - **non disponibilità di tavole per sottogruppi della popolazione (e.g. in **UK** con i fumatori)**
 - dalla **obbligatorietà solo molto parziale della conversione**: in **Svezia** è obbligatoria al 100% (per il secondo pilastro obbligatorio DC); in **UK** è obbligatoria al 100% per la parte *opted-out* (75% per il terzo pilastro); anche in **Cile** condizioni molto stringenti (e comunque quasi sempre obbligatorio un PW).

L'offerta (3)

Rispetto agli altri paesi, in Italia:

- Il **rischio di re-investimento** può essere maggiore, a causa della mancanza di titoli del debito pubblico a lunghissima scadenza rispetto ad altri paesi (e.g. i titoli a 50 anni emessi dal Tesoro **UK**)
- Il **grado di competizione** nel settore risulta ridotto: contratti difficili da valutare, difficoltà nel comparare i prodotti
 - in **Cile** e in **UK** esistono siti internet che facilitano la comparazione tra prodotti.

Dalla struttura alla performance ...

- **Le condizioni sfavorevoli di domanda e di offerta presenti in Italia possono influenzare negativamente l'adeguatezza della gamma di prodotti offerti e il livello dei prezzi**
- **Abbiamo recentemente condotto una analisi (Guazzarotti e Tommasino, 2008) sulla “adeguatezza” dei prezzi nel caso italiano**

Una indagine sui prezzi delle rendite in Italia

- L'inchiesta è stata condotta nel gennaio 2008, interpellando **10 importanti annuity provider** (con una quota di mercato complessiva quasi pari al 100%)
- Abbiamo chiesto l'assegno mensile ottenibile acquistando **individualmente** una rendita **single-premium, immediata**, per un **65-enne**, per **diversi livelli del montante**, con e senza **reversibilità** in favore del coniuge



Una indagine sui prezzi delle rendite in Italia (2)

- Come indicatore dei prezzi adoperiamo il *money's worth ratio* (MWR)
- Ovvero il rapporto tra **il valore attuale dei pagamenti** - scontati per tenere conto dei tassi di interesse attesi e dei tassi di mortalità attesi – e **il premio pagato** dal cliente alla compagnia

$$MWR = \frac{\sum_{t=0}^T A(t) p(t) R(t)}{P}$$
$$R(t) = \prod_{s=1}^t 1 / (1 + r(s))$$
$$p(t) = \prod_{s=0}^t (1 - q(s))$$

Una indagine sui prezzi delle rendite in Italia (3)

- Abbiamo utilizzato dati sui rendimenti storici degli *asset* finanziari e sulla struttura per scadenze dei titoli di Stato per fare assunzioni sul tasso di rendimento della **gestione separata** e sui **tassi di interesse attesi**
- Per le ipotesi sulla mortalità abbiamo usato sia le proiezioni demografiche ufficiali dell' **ISTAT** (si tratta di una *cohort life table*) che le tavole di mortalità adoperate dalle **compagnie di assicurazione e relative alla sola popolazione degli annuitant** (IPS55; basate anch'esse su ISTAT)
 - nel 2007 la vita residua attesa per un 65-enne era **18 anni** nella popolazione Italiana, **21 anni** tra gli *annuitant*
- **La differenza tra il MWR-IPS55 e il MWR-ISTAT coglie l'entità del problema della selezione avversa** (Mitchell et al., 1999)

I risultati dell'indagine

- Se si utilizzano le tavole di mortalità relative all' **intera popolazione**, l'MWR medio è pari a **77%** (min=71%, max=84%)
- Se si utilizzano le tavole di mortalità relative al solo **sottogruppo degli annuitant**, l' MWR risulta pari a **87%** (min= 81%, max=95%)
- La differenza (**10 punti percentuali**) è una misura dei **costi di selezione avversa**
- **Il residuo (13 p. p.)** è riconducibile ai costi amministrativi, ai margini di profitto, alla copertura del rischio di longevità aggregato



I risultati dell'indagine (2)

In prospettiva comparata:

- 1) Le *annuity* italiane appaiono piuttosto care
- 2) I costi di selezione avversa appaiono significativi, sebbene in linea con quelli di altri paesi

MWR in selected countries

Study	UK		US		Canada		Australia		Switzerland		Germany		Chile	
	Pop	Ann	Pop	Ann	Pop	Ann	Pop	Ann	Pop	Ann	Pop	Ann	Pop	Ann
Cannon-Tonks (2004)	95,6	98,5												
Finkelstein-Poterba (2002)	86,5	98,8												
Mitchell et al. (1999)			81,4	92,7										
James-Song (2001)	91,2	98,3	85,8	97,4	91,4	98,1	91,1	101,0	91,6	108,2				
von Gaudeker-Weber											88,7	98,0		
Thorburn et al. (2007)													106,7	

Note: without reversibility, for a 65 y.o. man; computed using the risk-free rates

Source: Guazzarotti, Tommasino (2008).

L'adeguatezza dei prodotti

I prodotti attualmente in vendita appaiono di difficile valutazione per il consumatore

La gamma di prodotti offerta in Italia è piuttosto limitata rispetto a quella di altri paesi, come il Regno Unito e il Cile

- **Mancano rendite *inflation-linked*, e/o con garanzia di rendimento nominale certo**
- Mancano *escalating annuities* (migliorano gli incentivi alla partecipazione al mercato del lavoro, correggendo i fenomeni di miopia)
- Mancano *programmed withdrawals* e *deferred annuities* (dove una parte del longevity risk idiosincratico resta in capo all'acquirente)
- Manca *partial reversibility*

L'ampiezza del mercato: gli altri paesi

La domanda di *annuities* varia in misura considerevole da paese a paese. Nella maggior parte, il mercato è quasi inesistente, ma vi sono eccezioni

- In **USA** gli acquisti individuali (con unica rata o con rata differita, anche derivanti dalla conversione di *variable annuities*) sono lo 0,3 per cento del PIL. [Gli acquisti collettivi, quasi il 2% del PIL, sono quasi tutti effettuati da fondi DB]
- In **UK** gli acquisti individuali sono lo 0,6% del PIL
- In **Cile** gli acquisti individuali sono il 2,4 per cento del PIL
- In **Svezia** i premi per l'acquisto di *annuity* versati all'agenzia pubblica che eroga in regime di monopolio le rendite relative al pilastro obbligatorio a capitalizzazione sono stimabili tra lo 0,5 e l'1% del PIL

L'ampiezza del mercato: l'Italia

- Le rendite immediate hanno pochissimi acquirenti
- Quelle differite in pagamento erano (dati ANIA) circa 15.000 alla fine del 2006
- Si evidenzia una accelerazione negli ultimi anni: quasi un terzo sono state sottoscritte nel solo anno 2005
- Nel triennio 2003-05 sono state esercitate circa 11.000 opzioni di rendita, a fronte di circa 1.940.000 contratti in scadenza

In attesa della domanda derivante dai fondi pensione. Gli acquisti su base collettiva dovrebbero garantire una valutazione più accurata (aste, consulenze) e un abbassamento dei prezzi (economie di scala, *bargaining power*)

... in futuro, un mercato su livelli svedesi?

Valutazioni conclusive e implicazioni di *policy*

In Italia, esistono ostacoli superiori che in altri paesi ...

- dal lato della domanda: un pilastro pubblico a ripartizione più ampio che altrove

-dal lato dell'offerta: scarso sviluppo del mercato di titoli a lunghissimo termine, informazione demografica inadeguata per gestire il rischio di longevità aggregato, strumenti poco trasparenti e scarsamente comparabili

Le conseguenze sono: prezzi alti, prodotti inadeguati, in ultima analisi un mercato asfittico

Alcuni degli ostacoli potrebbero divenire meno forti in futuro (l'eccessivo peso del PAYG), ma c'è spazio per incisive azioni di *policy*

Valutazioni conclusive e implicazioni di *policy* (2)

Lo Stato potrebbe:

- Garantire una maggiore trasparenza riguardo ai prezzi e alle caratteristiche dei diversi prodotti (seguendo l'esempio del Regno Unito e del Cile)
- Promuovere l'adozione di tavole di mortalità aggiornate e accurate, con proiezioni specifiche per diverse categorie di popolazione
- Emettere una quota maggiore di titoli di debito a lungo e a lunghissimo termine, eventualmente indicizzati all'inflazione. Andrebbe anche valutata l'opportunità di emettere *longevity bonds*
- Prevedere forme di obbligatorietà del risparmio previdenziale più stringenti di quelli previsti dalla normativa attuale

Valutazioni conclusive e implicazioni di *policy* (3)

Le compagnie di assicurazione dovrebbero a loro volta:

- Introdurre prodotti più trasparenti e adeguati alle esigenze dei pensionati
- Offrire termini contrattuali differenti da soggetto a soggetto (nel Regno Unito, ad esempio, si offrono polizze a condizioni più favorevoli ai soggetti fumatori, cosiddette *enhanced annuities*)

Come *extrema ratio*, l'importanza da dare al mercato nella fase di de-cumulo potrebbe essere ripensata (la soluzione Svedese!)

- Contrariamente alle rendite private, l'INPS offre un prodotto **indicizzato all'inflazione e non soggetto al rischio finanziario**. Prevede inoltre una reversibilità dal 60 al 100 per cento. Facendo alcune assunzioni, è possibile calcolare il MWR della *annuity* implicita nelle regole del sistema Dini “offerta” dall'INPS. Coi vecchi coefficienti è vicina al 100 %, con i nuovi è comunque intorno all'86 %

FINE

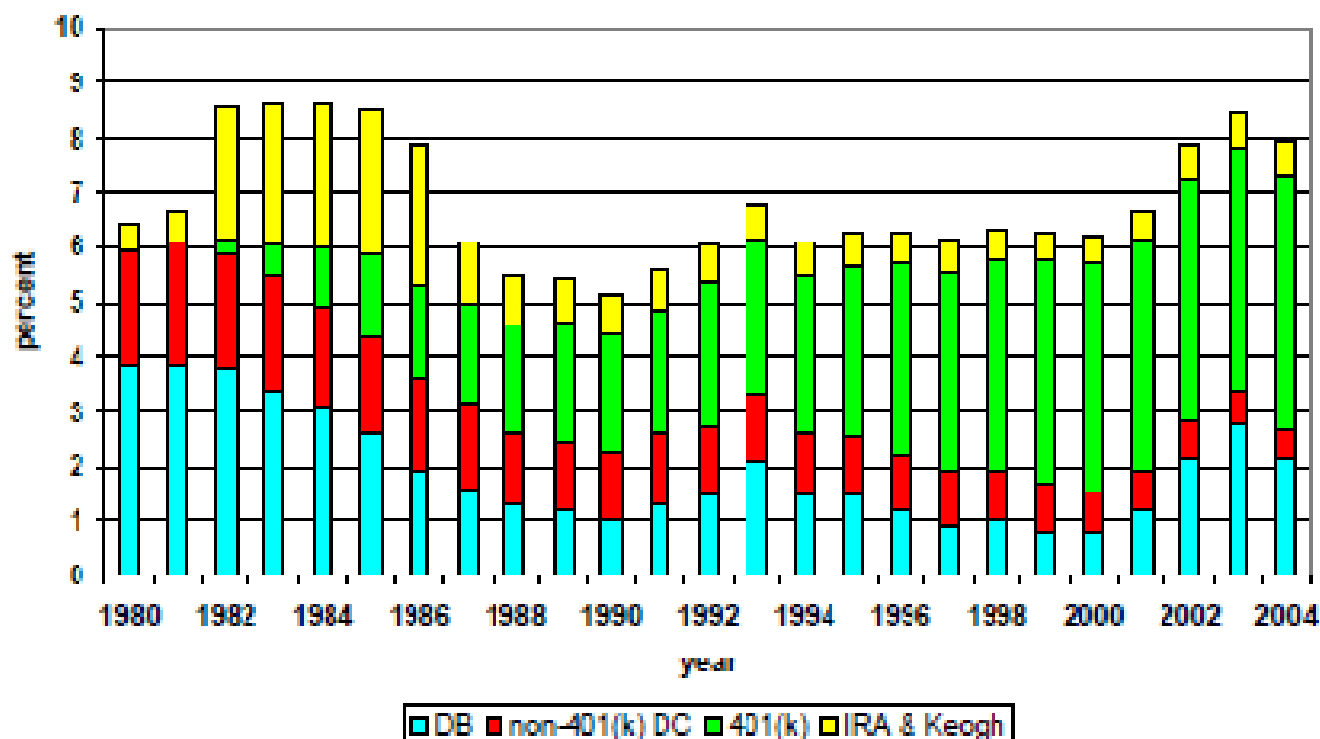
Le principali riforme

Country	Reforms	Country	Reforms
GERMANY	1989 parametric (increase normal retirement age); 1996 parametric (strengthen rules for early retirement); 2001 parametric (new formula for indexation) and incentives for supplementary pension schemes; 2004 parametric (change in indexation formula) and additional incentives for supplementary schemes	ITALY	1992 parametric (tightening of eligibility requirements, change in benefit formula and indexation mechanism, harmonisation of different pension schemes); 1995 move to NDC system; 1997 parametric (acceleration of the phasing-in of tighter requirements for seniority pensions); 2004 parametric (higher minimum eligibility age)
FRANCE	1993 parametric (indexation mechanism and benefit formula, eligibility requirements); 2003 parametric (incentives for postponing retirement, start harmonisation between private and public sector workers)	SWEDEN	1994 move to NDC system; 1998 approval of most of the legislation regulating the new mechanism; 2001 adoption of a new rule to calculate the rate of return accrued to the notional accounts (so-called: automatic balance mechanism)
SPAIN	1994 parametric ('Toledo pact': tightening the link between contribution and benefits, harmonisation of special pension regimes); 1997 parametric (creation of the so-called 'buffer fund'); 2002 parametric (incentives for older workers to postpone retirement)	USA	1983 , parametric reform (broadening compulsory coverage of the system, increase in contribution rates and tightening of eligibility for full requirement benefits)

Fonte: Franco, Francese, Tommasino (2007).



Contribuzioni ai fondi pensione (USA, in % dei salari)



Fonte: Poterba, Venti, Wise (2007).



Possibilità di trasformare il montante in rendita nei fondi DC (USA, 1997)

% di aderenti a fondi DB a cui è offerta la possibilità di ritirare il montante come <i>lump sum</i> (in tutto o in parte)	23
% di aderenti a 401(k) a cui è offerta la possibilità di trasformare il montante in <i>programmed withdrawals</i>	41
% di aderenti a 401(k) a cui è offerta la possibilità di trasformare il montante in rendita vitalizia	27

Fonte: Brown e Warshawsky (2004).



Le rendite vitalizie: definizioni

- La rendita vitalizia (*annuity*) è un contratto in cui, a fronte del **pagamento di un premio**, una compagnia di assicurazione si impegna a versare al cliente **un flusso di pagamenti che si interrompe solo con la morte dell'assicurato**
- Il risparmiatore può acquistare una rendita rivolgendosi alle compagnie di assicurazione direttamente (**acquisto individuale**) o tramite il fondo pensione che stipula una convenzione con la compagnia (**acquisto collettivo**)
- Il premio assicurativo si può versare in **più rate**, o in una **unica soluzione**
- Il trattamento inizia ad essere **erogato subito** dopo il versamento del premio o può essere **differito ad un momento successivo**
- Il trattamento può **cessare con la morte** del beneficiario, o **prevedere la reversibilità**



I dati della *survey*

Initial payment in exchange of a premium $P=200.000$ (euros)

Company	Monthly payment	
	No reversibility	Full reversibility
A	902	679
B	924	681
C	934	683
D	939	703
E	940	684
F	958	706
G	962	691
H	969	714
I	1.003	734
L	1.040	761
<i>Average</i>	<i>957</i>	<i>704</i>

Fonte: Guazzarotti e Tommasino (2008)



Analisi di robustezza

Ipotesi di calcolo	Rendita Media	Moneys' Worth Rate (2)			
		ISTAT	RG48	IPS55	ANIA 2008
Rendita rivalutata al rendimento della gestione e scontata ai tassi impliciti nella curva dei titoli di Stato	957	0,77	0,83	0,87	0,86
Rendita rivalutata al rendimento della gestione e scontata ai tassi <i>corporate</i>	957	0,72	0,78	0,82	0,80
Rendita costante e scontata al 2% (tasso tecnico)	957	0,81	0,88	0,92	0,90
<i>Vita media attesa di un 65-enne (anni)</i>	-	18.3	19.9	21.1	20.7

Fonte: Guazzarotti e Tommasino (2008)

