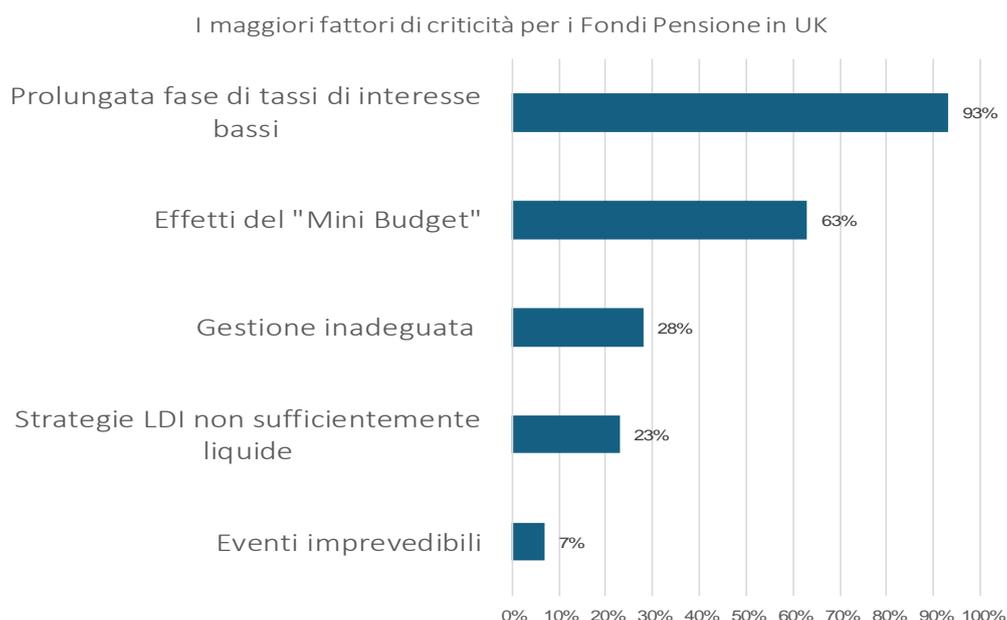


## I fondi pensione tra crisi e nuove sfide: Evidenze da una indagine sugli *stakeholder*

Edmond Doci, Dario Musolino (Unibocconi), Nicola C. Salerno (Reforming.it)

Negli ultimi anni i fondi pensione si sono dovuti misurare con alcune difficoltà nuove. Tra queste, sicuramente la prolungata fase di bassi tassi di interesse, che hanno ridotto i redditi ottenibili dalla gestione patrimoniale di tutto il comparto obbligazionario; ma anche gli eventi catastrofici simmetrici tra Paesi, come la pandemia da COVID-19, e gli *shock*, come il *double-dip* del 2008-2012, l'inflazione degli energetici e la guerre in Ucraina e in Palestina, che, oltre che essere le ragioni alla base delle politiche monetarie straordinariamente espansive portate avanti dalle banche centrali, hanno impatti diretti sugli *asset* in portafoglio.

In un recente lavoro, discusso come tesi di laurea in Uni-Bocconi a fine 2023, sono analizzate le risposte di 61 esperti a un questionario riguardante i punti di criticità che sono emersi negli ultimi quindici anni. Il campione ha dimensioni contenute ma, da un lato corrisponde all'interesse di tutti gli effettivi rispondenti su un numero molto maggiore di contattati e, dall'altro, comprende solo specialisti che, come operatori del settore, istituzionali, accademici, hanno potuto maturare un punto di vista informato sui fondi pensione in UK. I rispondenti sono di varia nazionalità e basati in Italia, Francia, Germania, US, UK. La specificità sia oggettiva (i fondi in UK) sia soggettiva (professioni che lavorano sul tema) aiuta a controbilanciare dimensione del campione. Il questionario è predisposto per ricevere, non solo risposte puntuali (sì, no, abbastanza), ma anche argomentazioni e considerazioni senza limite di lunghezza di battute. Si riassumono di seguito due delle più importanti evidenze empiriche estendibili, con le dovute differenze istituzionali, all'Italia e più in generale ai paesi occidentali.



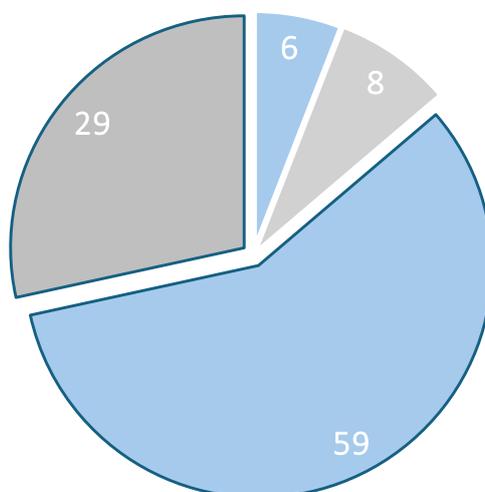
Fonte: elab. degli autori su questionario agli stakeholder

Il 93% dei rispondenti cita la prolungata fase di bassi tassi di interesse come fattore critico che obbliga a reimpostare la gestione di portafoglio per tentare di ripristinare la caduta di redditività del comparto obbligazionario, tanto più ampia quando maggiore la quota sul patrimonio. Secondo i più recenti dati Ocse, riportati dalla Relazione COVIP 2023, la quota patrimoniale detenuta in obbligazioni è mediamente pari a poco meno del 45% nei fondi pensione Uk, contro circa il 25% di azioni. Proporzioni simili si registrano in Italia, con il 24% in azioni e il 43% in obbligazioni.

Il 63% rileva un aspetto, specifico di UK, che *ex-ante* non si era preso in considerazione nel preparare l'indagine: il cosiddetto "Growth plan" o "Mini Budget", ossia il pacchetto di misure anticrisi annunciato dalla Truss a fine 2022 e di durata pluriennale, basato soprattutto su ampi tagli di imposte/contributi e aiuti alle famiglie per contrastare il carovita, con copertura in *deficit*. Nonostante molto ridimensionato da Sunak, il solo annuncio del piano ha fatto schizzare verso alto il tasso di rendimento all'emissione di *gilt*, causando il deprezzamento dei titoli similari già in portafoglio, la caduta della sterlina con perdita di valore delle giacenze liquide, e il pagamento di margini su derivati acquistati per proteggere da riduzioni dei tassi. Sia il primo effetto (prolungati tassi bassi) che il secondo (caduta del valore dei titoli di debito) mettono in difficoltà soprattutto i fondi a prestazioni definite che sono ancora ampiamente presenti in UK, ma restano fattori critici anche per quelli a contribuzioni definite, come per esempio gli italiani, che hanno comunque come obiettivo la massimizzazione del patrimonio degli iscritti. Il secondo effetto riguarda, nel caso specifico, soprattutto i fondi UK, che storicamente mantengono un significativo *home bias* (nel complesso dei comparti, circa il 77% del patrimonio, dati di "Beyond their borders", PWC Report, 2022), ma può colpire anche altri fondi se detengono titoli UK o se il deprezzamento si propaga in qualche misura a titoli di emittenti *extra* UK. In Italia il problema dell'*home bias* è molto più circoscritto (44%), ma l'ampiezza e la velocità della catena di trasmissione degli effetti finanziari, cui gli ultimi *shock* ci hanno abituato, fa capire tenere sotto controllo l'*home bias* è soltanto uno dei tasselli, probabilmente meno rilevante che un po' di anni fa, della gestione di portafoglio.

Tornando all'intervista, il 28% dei rispondenti indica che i modelli di gestione sono inadeguati a fronteggiare le nuove sfide, citando espressamente la forbice che si è aperta tra redditività degli investimenti e allungamento del periodo di vita da coprire con la rendita pensionistica. Questa risposta va letta in combinazione con quella che, nel 23% delle risposte, sottolinea che sta mostrando sempre meno efficacia la LDI ("*Liability driven investment*"), proprio una delle strategie cui maggiormente i fondi pensione si sono affidati sinora, sia quelli a prestazioni che a contribuzioni definite. Infatti, il *macthing* tra flussi di cassa in uscita (pagamenti) e flussi in entrata (redditi e smobilizzi) diviene meno programmabile in un contesto in cui i rendimenti fissi sono ridotti rispetto al passato e il valore degli asset è influenzato da *shock* acuti e simmetrici tra Paesi e mercati e, nel contempo, anche dalle politiche di bilancio anticrisi. Nelle loro risposte, alcuni esperti intravedono anche la propensione dei fondi, nel tentativo di compensare il calo dei flussi di cassa, a spostarsi su prodotti ad alto rendimento ma anche ad alto rischio, con possibili sbilanciamenti di portafoglio che andrebbero anch'essi tenuti sotto controllo dalle Autorità nazionali.

Come valutereste l'adozione di una regolamentazione più stringente con supervisione della Banca d'Inghilterra?



■ Decisamente no ■ Meglio di no ■ Sì ma solo in pochi aspetti ■ Decisamente sì

Fonte: elab. degli autori su questionario agli stakeholder

Difficile capire come intervenire per (ri)dare basi robuste al funzionamento dei fondi. Richiesti se auspicerebbero o meno l'adozione di cornici regolatorie più stringenti sotto la supervisione della Banca d'Inghilterra, il 78% degli intervistati ha risposto positivamente, ma la netta maggioranza di questi aggiunge un *caveat* fondamentale. Si devono selezionare gli aspetti regolatori più importanti, ma senza irrigidire troppo, sia per evitare *burden* che poi vengono traslati sugli iscritti, sia perché, nella fase di entropia mondiale che sembra prepararsi a più livelli, anche flessibilità e differenziazione delle scelte sono dimensioni strategiche.

Per tener assieme regole e flessibilità, diventano strumenti fondamentali, sia di regolazione sia direttamente di indirizzo della gestione di portafoglio, gli *stress-test* periodici, coordinati a livello sovranazionale, disegnati per configurare, oltre i possibili eventi avversi di questo secolo, anche le scelte di politica economica cui Banche centrali e Governi ricorrono per contrastarli. In questa prospettiva, l'attività dell'EIOPA ( ) è cruciale e va rinforzata. L'Italia partecipa a pieno nei *working-group* dell'EIOPA; il Regno Unito va tenuto il più possibile all'interno di questi gruppi, anche se l'improvvida scelta referendaria di qualche anno fa lo ha fatto uscire dall'Unione.

Per saperne di più:

"I fondi pensione tra crisi e nuove sfide: Evidenze da una indagine sugli stakeholder" (versione estesa), stessi autori, di prossima pubblicazione su [www.reforming.it](http://www.reforming.it)