

# I fondi pensione tra crisi e nuove sfide

## Evidenze da una indagine sugli *stakeholder*

Edmond Doci, Dario Musolino, Nicola C. Salerno | [www.reforming.it](http://www.reforming.it)

---

Negli ultimi anni i fondi pensione si sono dovuti misurare con alcune difficoltà nuove che ne hanno messo a dura prova non solo la capacità di scelte gestionali su orizzonti a medio-lungo, ma persino la solvibilità immediata. 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; e anche gli eventi catastrofici, come la pandemia da COVID-19, e gli *shock*, come il [double-dip](#) del 2008-2012, la crisi energetica e le guerre in Ucraina e in Palestina, che, oltre che essere le ragioni alla base delle politiche monetarie straordinariamente espansive portate avanti dalle banche centrali e dei bassi tassi di interesse, hanno impatti diretti sui valori degli *asset* in portafoglio.

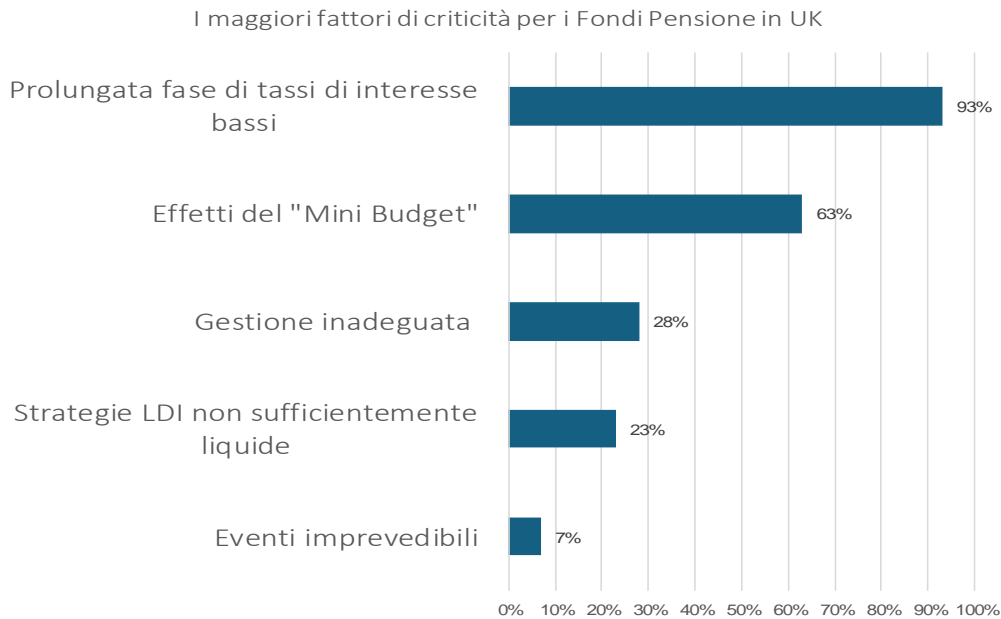
In un recente lavoro, discusso come tesi di laurea in Uni-Bocconi<sup>1</sup> a fine 2023, sono analizzate le risposte di 61 esperti a un questionario riguardante i punti di criticità che sono emersi negli ultimi quindici anni. Il campione ha dimensioni contenute ma, da un lato corrisponde all'interesse 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 (professionisti che lavorano sul tema da prospettive diverse) aiuta un po' a controbilanciare la 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. Il *focus* su UK permette di analizzare le conseguenze dei fattori critici osservati negli ultimi quindici anni su un sistema pensionistico in cui il pilastro privato dei fondi pensione è sviluppato da tempo. Si evita, in tal modo, di includere aspetti di debolezza dovuti alla poca maturità dei fondi o a ritardi o incompletezze delle normative nazionali.

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. Poi si tracciano alcune sintetiche conclusioni.

---

<sup>1</sup> Laureando Edmond Doci, relatore prof. Dario Musolino, correlatore Nicola Salerno.



Fonte: elab. degli autori su questionario agli stakeholder

Il grafico qui sopra riepiloga le risposte alla domanda quali siano stati i maggiori fattori di criticità durante gli ultimi quindici anni. Le risposte non sono mutualmente escludentesi, nel senso che ogni intervistato ne può indicare anche due o più contemporaneamente.

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. Inoltre, la politica monetaria di bassi tassi di interesse è stata resa possibile anche dalla bassa, per lunghi tratti quasi inesistente, inflazione, che ha aggiunto, sui bilanci dei fondi, l'effetto di aumentare il valore reale delle poste debitorie, contribuendo a deteriorare gli indicatori di solvibilità a medio-lungo termine. Questo effetto è stato in parte ridimensionato dalla fiammata inflazionistica a cavallo tra la fine del 2022 e la metà del 2023.

Il 63% dei rispondenti rileva un aspetto, specifico di UK e che *ex-ante*, al momento di fare circolare il questionario, non si era preso in considerazione: il cosiddetto "[Growth plan](#)" o "[Mini Budget](#)", ossia il pacchetto di misure anticrisi prospettato dal Primo ministro Liz Truss e dal suo [Cancelliere dello scacchiere](#) Kwasi Kwarteng a fine 2022 e con durata pluriennale, basato soprattutto su tagli di imposte/contributi e aiuti alle famiglie per contrastare il caro-vita. Il piano – un vero e proprio intervento di tipo *supply-side* – avrebbe reso necessario un massiccio aumento del ricorso al mercato tramite titoli di Stato a varia durata.

Nonostante, dopo i forti segnali negativi ricevuti nel dibattito di *policy* e sui mercati, il piano sia stato subito significativamente ridimensionato dal nuovo Primo ministro Rishi Sunak e dal suo Cancelliere dello scacchiere Jeremy Hunt<sup>2</sup>, alcuni effetti erano già stati generati dal solo annuncio e sono almeno

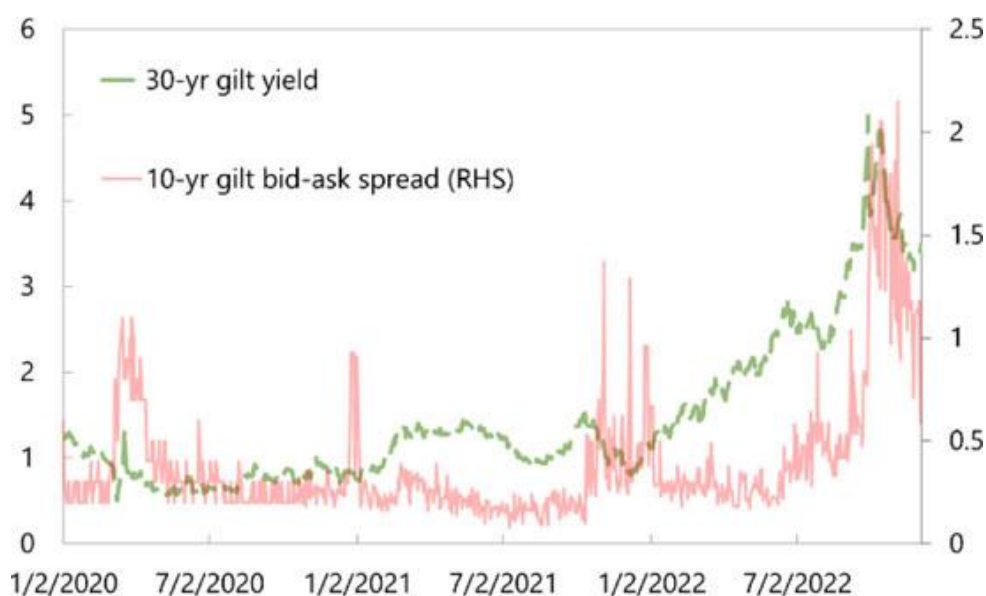
<sup>2</sup> Liz Truss ha dovuto rassegnare le dimissioni proprio per le forti critiche al suo piano. Tra le critiche anche quella di non avere coinvolto nei giudizi di sostenibilità l'[Office for Budget Responsibility \(OBR\)](#), l'equivalente britannico dell'[Ufficio parlamentare di bilancio \(UPB\)](#).

in parte rimasti anche dopo le modifiche: i tassi di rendimento all'emissione di *gilt* sono schizzati verso l'alto, causando il deprezzamento dei titoli simili già in portafoglio, oltre al pagamento di margini su contratti derivati acquistati dai fondi proprio per tutelarsi dalla continuazione della fase dei tassi di interesse bassi, in un momento in cui sembrava remota l'ipotesi che essi potessero aumentare improvvisamente e di diversi punti percentuali.

Sia il primo effetto (prolungati tassi bassi) che il secondo (caduta del valore dei titoli di Stato Uk e margini in pagamento sui derivati) mettono in difficoltà soprattutto i fondi a prestazioni definite, ma restano fattori critici anche per quelli a contribuzioni definite che, anche se non hanno impegni prefissati in termini di prestazioni da erogare agli iscritti, devono comunque, per compito statutario, comunque massimizzare il patrimonio nell'interesse degli iscritti. Il secondo effetto riguarda soprattutto i fondi Uk, plausibilmente con *bias* di portafoglio verso titoli Uk, ma può colpire anche altri fondi se detengono titoli Uk o se il deprezzamento si propaga in qualche misura a titoli emessi da altri Stati o a porzioni del comparto obbligazionario non sovrano e di emittenti privati sia Uk che non Uk.

Apparentemente si potrebbe pensare che le due risposte siano in contraddizione, perché i problemi sembrerebbero arrivare sia dai tassi bassi che dagli aumenti dei tassi. In realtà le risposte si confermano l'una l'altra. Un ambiente di prolungati bassi tassi di interesse crea problemi di redditività degli investimenti, coinvolgenti tutto il comparto obbligazionario; nel contempo, se su questa base si innescano improvvise attese di eccessi di ricorso al mercato da parte governativa che richiedono un aumento dei tassi offerti all'emissione, la caduta del valore di mercato dei titoli di Stato (in questo caso Uk) già in portafoglio aumenta le difficoltà per i fondi pensione. Queste difficoltà sono acuite se poi si attivano anche i pagamenti dei margini su contratti derivati stipulati per difendersi da riduzioni dei tassi di interesse.

L'effetto del "Mini Budget" sui tassi di interesse dei *gilt* è raffigurato nel grafico qui sotto di fonte IMF: nel corso del 2022 il tasso è passato da livelli inferiori all'1 per cento sino a superare il 5 per cento, per poi ridimensionarsi grazie al cambiamento di linea politica.



Gilt Yields (% , left scale) and 10-Yr Gilt Bid-Ask Price (basis points, right scale)

Fonte: IMF (<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2023/253/article-A002-en.xml?ArticleTabs=fulltext>)

Le pressioni del “Mini Budget” sui fondi pensione UK sono passate, in realtà, anche attraverso un altro canale, quello del cambio della Sterlina vs. le altre valute più importanti a livello globale. L’annunciata espansione fiscale a debito, aggiunta alla espansione monetaria già in corso da tempo, ha causato un improvviso deprezzamento della Sterlina il cui processo di recupero è in parte ancora in corso, benché l’impatto più acuto sia ormai alle spalle anche grazie alla revisione del “Mini Budget” di Sunak. Nel grafico qui sotto, per esempio, c’è l’andamento di *Pound per Us Dollar*.



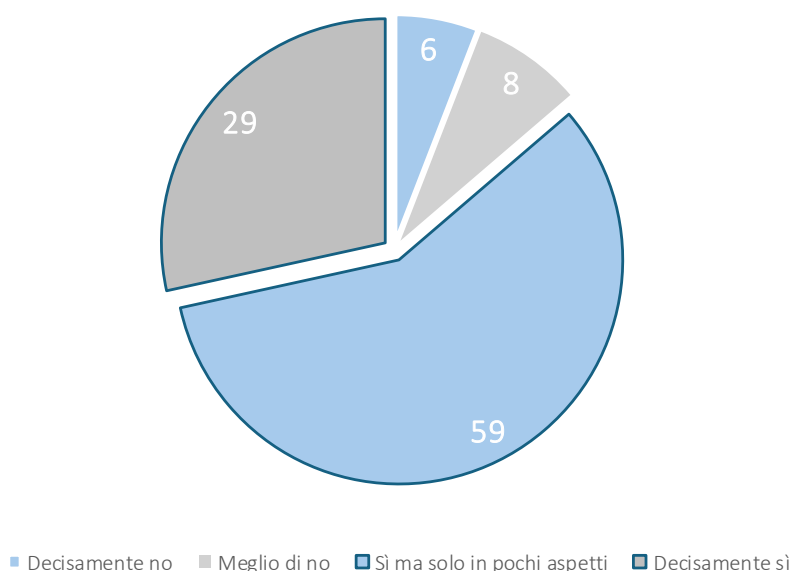
Il deprezzamento della Sterlina<sup>3</sup> è stato la conseguenza di più fattori: in primo luogo la “fuga” dai *gilt* per timore che il ricorso al mercato e l’aumento dei tassi comportassero perdite in conto capitale sulle giacenze già in portafoglio; poi, l’aspettativa di una spesa pubblica crescente anche dopo le dimissioni di Truss, con massiccia immissione di circolante fresco nell’economia; e poi, in conseguenza della stessa spesa, anche i timori di una recrudescenza dell’inflazione che proprio tra la fine del 2022 e l’inizio del 2023 cominciava a segnare valori congiunturali e tendenziali *record*, dai quali invece già dalla fine del 2023 è per fortuna avvenuto il rientro. Una moneta che si deprezza così improvvisamente crea problemi al fondo pensione che raccoglie contributi denominati in quella moneta e quei contributi utilizza per alimentare la gestione di portafoglio (*asset* in forma di disponibilità monetarie, azioni e titoli denominati in altre valute, etc.). Il deprezzamento della Sterlina ha fatto toccare con mano, al Governo del Regno Unito e soprattutto a tutti coloro che qualche anno fa hanno votato per l’uscita dall’Unione europea (*Brexit*), quanto importante possa essere qualcosa di più dell’unione economica, ovvero l’unione con una moneta sovranazionale europea, nello stabilizzare le reazioni dei mercati alla politica economica così creando maggiori spazi per le scelte.

Continuando nella descrizione delle evidenze, 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. È lo stesso problema epocale che per i sistemi pubblici a ripartizione si presenta come cuneo tra crescita del PIL e della massa retributiva da un lato e, dall’altro, allungamento della speranza di vita.

<sup>3</sup> Rispetto al Dollaro si è arrivati a toccare un livello storicamente raggiunto solo in un breve momento a metà anni degli anni Ottanta.

Questa risposta va letta in combinazione con quella che, nel 23% dei casi, 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 *matching* 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 sempre più simmetrici tra Paesi e mercati e, nel contempo, anche dalle politiche fiscali / di bilancio anticrisi. Nelle loro risposte, alcuni esperti intravedono anche la propensione dei fondi, nel tentativo di compensare il calo dei flussi di cassa e la loro accresciuta volatilità, a spostarsi su prodotti ad alto rendimento ma anche ad alto rischio, con possibili sbilanciamenti di portafoglio che andrebbero tenuti sotto controllo<sup>4</sup>.

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



Fonte: elab. degli autori su questionario agli stakeholder

Difficile capire come intervenire per ridare basi robuste al funzionamento dei fondi pensione. Richiesti se auspicherebbero 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, come emerge dall'aerogramma qui sopra. Si devono selezionare gli aspetti regolatori più importanti (come, per esempio, i paletti all'LDI), ma senza irrigidire troppo, sia per evitare *burden* gestionali e amministrativi che poi vengono traslati sugli iscritti come riduzioni di prestazioni, sia perché, nella fase di entropia mondiale che sembra prepararsi a più livelli, anche flessibilità e differenziazione delle scelte a livello di singolo fondo sono dimensioni strategiche. In assenza di *benchmark* su quali siano le scelte che meglio fronteggiano rischi e incertezze tra l'altro nuovi e per molti versi ancora da esplorare e capire, è proprio dall'osservazione di questa differenziazione, sotto la guida delle Istituzioni, che possono risultare indicazioni importanti.

<sup>4</sup> Una strategia LDI più rischiosa, spostata su prodotti derivati, titoli di *start-up* ad alto potenziale e *asset* di Paesi emergenti, alla ricerca di più ampi effetti di *leverage*.

Non è facile tenere assieme regole e flessibilità. Come le risposte all'intervista confermano, diventano strumenti fondamentali – sia di regolazione sia direttamente di indirizzo della gestione di portafoglio, per guidare le scelte di investimento – gli [stress-test](#) 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.

Perché è proprio questa forse l'evidenza più forte che emerge dagli ultimi anni: criticità nuove per i fondi pensione sono emerse non solo dagli *shock* cui abbiamo assistito, straordinari per entità e per simmetria tra Paesi<sup>5</sup>, ma anche dalle politiche economiche anch'esse straordinarie, sia monetarie sia fiscali o di bilancio, adottate o anche solo annunciate in risposta agli *shock*. Questa reattività obbliga, da un lato, la politica economica a tenere conto delle conseguenze delle scelte sull'equilibrio di bilancio anche di investitori istituzionali di grandi dimensioni e con funzioni socialmente rilevanti, come i fondi pensione; prima ancora, tuttavia, essa chiama i fondi pensione ad un salto di qualità nella gestione, che deve raggiungere gradi di resilienza più robusti a cominciare dai paletti alle formule a beneficio definito, all'*home bias*, ai derivati e alla LDI.

In questa prospettiva, l'attività dell'EIOPA ([European insurance and occupational pensions authority](#)) è cruciale e va rinforzata, e il Regno Unito tenuto il più possibile all'interno dei gruppi di lavoro comunitari su tematiche come questa, anche se l'improvvida scelta referendaria di qualche anno fa lo ha fatto uscire dall'Unione.

<http://www.reforming.it>  
e-mail: [info@reformimg.it](mailto:info@reformimg.it)  
twitter: [reformimgit](#)

---

<sup>5</sup> *Shock* simmetrici riducono la praticabilità e i vantaggi delle diversificazioni di portafoglio tra Paesi, mercati, emittenti.

## Sintesi

Che cosa può insegnare la recente crisi dei fondi pensione del Regno Unito, dove alcuni fondi sono arrivati vicino a situazioni di illiquidità e fallimento? I risultati di una intervista a specialisti del settore rivela che negli ultimi quindici anni i fondi pensione Uk hanno dovuto fronteggiare criticità nuove e per molti versi inesplorate. Tra queste ci sono sicuramente gli *shock* che si stanno susseguendo dal 2008, di natura diversa ma accomunati da una intensità senza precedenti e dal coinvolgimento simultaneo di tutti i Paesi, come esito di regioni e mercati sempre più globalizzati.

Assieme all'esposizione diretta agli *shock* straordinari attraversati dal 2008, criticità per i fondi pensione sono arrivate dalle politiche economiche anch'esse straordinarie adottate dagli Stati per contrastare gli stessi *shock*. Questa è una novità da non sottovalutare: criticità non solo dalle cause degli *shock* ma anche dai rimedi agli *shock*. Uk porta un esempio proprio di questo doppio fronte.

Il riferimento è alla politica monetaria fortemente espansiva che ha tenuto i tassi di interesse a livelli molto bassi per tanto tempo. Dopo una contenuta risalita dei tassi nel momento di fiammata dell'inflazione (fine 2022, inizio 2023), la politica monetaria potrebbe ancora mantenere intonazione espansiva nei prossimi mesi. Ma il riferimento è anche alle scelte di politica di bilancio di *deficit spending* che, dopo lunghi periodi di tassi di interesse ai minimi storici, hanno spinto verso l'alto i tassi sulle nuove emissioni di titoli di Stato, con riduzione del valore di quelli già in portafoglio, attivazione del pagamento di margini su prodotti derivati e, nel caso di Uk, anche un ampio deprezzamento della Sterlina.

Di fronte a queste sfide, si sta dimostrando meno efficace del previsto proprio la LDI (*Liability driven investment*), la strategia cui maggiormente i fondi pensione si sono affidati sinora. Più in generale, si sta dimostrando sempre più difficile e costosa la diversificazione di portafoglio. Nelle loro risposte, alcuni esperti intravedono persino la propensione, nel tentativo di compensare il calo dei flussi di cassa e la loro accresciuta volatilità, a spostarsi su prodotti ad alto rendimento ma anche ad alto rischio, con possibili sbilanciamenti di portafoglio che andrebbero tenuti sotto controllo.

Insomma, se fino a qualche tempo fa si poteva un po' ingenuamente pensare che il mondo globalizzato potesse rendere più facile l'operatività dei fondi e la costruzione dei sistemi *multi-pillar*, il caso Uk rivela che, assieme alla più ampia possibilità di investimento (Paesi a tassi di crescita più alti o in fasi diverse della transizione demografica), ci sono da considerare anche maggiori complessità e interconnessioni, elementi cruciali per qualunque gestione patrimoniale su orizzonti medio-lunghi.

Non è facile capire quali rimedi adottare e questa difficoltà traspare anche nelle risposte all'intervista, che chiedono una maggiore regolazione con supervisione della Banca d'Inghilterra e, nel contempo, di non ingessare troppo l'operatività e le scelte dei singoli operatori che potrebbero avere un ruolo positivo nell'adattamento e nella risposta alle crisi. Di certo, i fatti degli ultimi anni, e l'esempio di Uk in particolare, dimostrano che la politica economica dovrà in futuro sforzarsi di tenere conto delle sue conseguenze sull'equilibrio di bilancio di investitori istituzionali di grandi dimensioni e con funzioni socialmente rilevanti, come i fondi pensione; ma soprattutto dimostrano che i fondi pensione hanno di fronte la necessità di un salto di qualità nella gestione per raggiungere gradi di resilienza più robusti, a cominciare dai paletti alle formule a beneficio definito, all'*home bias*, ai derivati e alla LDI, e da *stress test* che siano disegnati per cogliere tutti i fattori di rischio/incertezza rilevanti e attuali e che siano il più possibile coordinati a livello internazionale.

In questa prospettiva, l'attività dell'EIOPA è cruciale e va rinforzata, e il Regno Unito tenuto il più possibile all'interno dei gruppi di lavoro comunitari su tematiche come questa, anche se l'improvvida scelta referendaria di qualche anno fa lo ha fatto uscire dall'Unione.

<http://www.reforming.it>  
e-mail: [info@reforming.it](mailto:info@reforming.it)  
twitter: [reformingit](https://twitter.com/reformingit)

Su questo stesso tema o su temi collegati:

#### Contrafforti tra Pilastri

Pdf: <https://www.reforming.it/doc/2130/rn-22-novembre-2023.pdf>

Web: <https://www.reforming.it/articoli/contrafforti-pilastri>

#### Primo e secondo pilastro integrati

Pdf: <https://www.reforming.it/doc/801/nicola-salerno-multipillar-welfare.pdf>

Web: <https://www.reforming.it/articoli/pilastro-integrati>

#### Parte il Servizio a Tutele Graduali



Dalla prima settimana di febbraio 2024 è attivo il Servizio a Tutele Graduali per la fornitura di energia elettrica. Per 4,5 milioni di utenze le tutele graduali sostituiscono il Servizio di Maggior Tutela e compiono un passo necessario affinché, di qui a tre anni, tutte le utenze non vulnerabili ...

#### Il TFR dei pubblici dopo la Corte costituzionale



Dal 2010, per contenere gli effetti negativi della crisi finanziaria, le scadenze di pagamento del Trattamento di fine rapporto dei lavoratori pubblici (TFS o TFR che sia) hanno cominciato a essere riviste in senso restrittivo. Il combinato disposto delle norme sulla liquidazione e di quelle sulla rateizzazione dei pagamenti fa sì che prima che il lavoratore possa vedersi corrisposto ...

RN - 29 gennaio 2024 (.pdf, 757 kb)

#### Tricarico sperimentale col suo "PNRR sanità" del 1947



Di come un paese di ottomila anime, all'incrocio delle diagonali geografiche della Basilicata, si mosse per costruire il suo primo ospedale civile, e di quali considerazioni quella storia può suggerire per il PNRR di oggi e ancor più forse per la realizzazione del LEP sui posti di asilo nido.

#### Contrafforti tra Pilastri



L'edificio è tanto più resistente quanto più riesce a rispondere come un corpo unico alle sollecitazioni esterne. È uno dei principi alla base delle tecniche costruttive antisismiche. Per metterlo in opera, i pilastri portanti devono essere raccordati tra loro di modo che possano lavorare ...

RN - 22 novembre 2023 (.pdf, 511 kb)