

1.3 La reazione ai riflessi della crisi finanziaria sui fondi pensione

A livello internazionale, agli interventi di politica monetaria e finanziaria e di quella di bilancio si sono affiancate misure specifiche in materia di fondi pensione; ai positivi risultati conseguiti nel 2009 hanno contribuito anche le risposte che questi ultimi hanno dato alle complesse problematiche sollevate dalla crisi finanziaria.

La reazione delle autorità

Sebbene gli effetti prodotti dalla crisi sui fondi pensione non abbiano assunto dimensioni tali da destare grandi preoccupazioni, a livello internazionale è emersa l'esigenza di rafforzare i presidi a tutela dei sistemi pensionistici complementari e, nel contempo, quella di contenere i rischi a carico degli iscritti. In ambito europeo sono state avviate iniziative dirette a rafforzare l'attività del *CEIOPS* (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) e, più in generale, a riformare l'architettura di vigilanza europea sui settori del mercato finanziario.

Nei piani a prestazione definita la crisi ha determinato situazioni di grave squilibrio. In molti paesi sia i governi sia le autorità di vigilanza hanno adottato provvedimenti volti a contenere gli effetti della crisi. In alcuni casi, per esempio nei Paesi Bassi, il Governo ha introdotto forme di ripartizione dei rischi impliciti nei fondi a prestazione definita e ha esteso da tre a cinque anni il periodo stabilito per il loro riequilibrio; in Finlandia, per evitare vendite forzate di azioni, per gli stessi regimi sono stati ridotti i requisiti minimi di solvibilità.

In Argentina sono stati presi provvedimenti diretti a ridimensionare la previdenza complementare con la finalità di riequilibrare i conti pubblici: nell'ottobre 2008 il Governo ha nazionalizzato i fondi pensione. Alcuni paesi dell'Europa dell'Est hanno valutato l'ipotesi di consentire agli iscritti alle forme pensionistiche complementari di versare i propri contributi al sistema previdenziale pubblico.

Nonostante le differenze esistenti nei vari paesi nella struttura dei sistemi complementari, le autorità di vigilanza hanno tenuto linee di condotta similari. Nella quasi totalità dei paesi sono state richieste informazioni sulla situazione patrimoniale dei fondi e sulle loro esposizioni verso i grandi intermediari finanziari coinvolti nella crisi. Inoltre sono stati sollecitati gli organi dei fondi a compiere valutazioni degli investimenti appropriate alla natura e all'orizzonte temporale degli impegni assunti.

Gli interventi hanno riguardato soprattutto i fondi pensione a prestazione definita; nella maggior parte dei casi non è stato ridotto il grado di solvibilità prestabilito ma sono stati ampliati i margini di flessibilità, allungando i tempi per conseguire i livelli

minimi indicati o per attuare i piani di riequilibrio; è stato inoltre richiesto di effettuare *stress test* con ipotesi meno favorevoli per i rendimenti degli investimenti.

Nella gran parte dei paesi le autorità di vigilanza hanno rafforzato l'attenzione sui fondi più rischiosi, attraverso richieste di informazioni e incontri con i responsabili di questi organismi. Il Regno Unito ha effettuato un attento esame della situazione di queste istituzioni discriminandole per dimensione e per grado di rischio. In molti paesi è stata aumentata la frequenza dei rapporti che i fondi erano tenuti a inviare alla vigilanza.

Anche la COVIP ha assunto una serie di provvedimenti diretti ad accertare la situazione e a contenere gli effetti della crisi finanziaria. Nel mese di settembre del 2008 essa ha disposto la rilevazione dei titoli emessi o garantiti dal gruppo Lehman Brothers detenuti dai fondi; nel successivo mese di dicembre ha effettuato indagini sui titoli relativi alle società di gestione di fondi di Bernard L. Madoff. In entrambi i casi la situazione del sistema è risultata rassicurante. La COVIP ha consentito di derogare (per un periodo limitato) al limite stabilito per la detenzione di liquidità; ha richiamato i consigli di amministrazione dei fondi al puntuale rispetto del principio di diversificazione degli investimenti; ha invitato ad assicurare flessibilità nella definizione del momento di liquidazione delle prestazioni.

Nel corso del 2009 il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari ha indotto le autorità di vigilanza a spostare l'attenzione dagli interventi di emergenza a quelli di natura strutturale in grado di accrescere la solidità del sistema di previdenza complementare. Per rafforzare l'azione di vigilanza è stato suggerito di seguire un approccio basato sulla individuazione dei principali elementi di criticità della gestione dei fondi (*risk-based approach*) che consenta di contribuire alla loro stabilità finanziaria e, nel contempo, di assicurare un alto livello di protezione per gli investitori. Per accrescerne l'efficacia, l'attività di supervisione dovrebbe essere adattata alle caratteristiche specifiche degli enti e/o dei mercati vigilati guardando alla natura, alla dimensione e alla complessità dei rischi.

La reazione dei fondi

I fondi a prestazione definita hanno come accennato risentito in misura maggiore della crisi finanziaria. Essi sono stati interessati da un insieme di azioni dirette a limitarne i riflessi cui hanno attivamente partecipato: utilizzo delle riserve proprie, aumento dei contributi o ricapitalizzazione da parte dei datori di lavoro, modifiche dei sistemi di indicizzazione delle prestazioni, piani di riequilibrio ecc.

Con riferimento agli investimenti dei fondi pensione nel 2008, in una quota significativa di paesi in connessione con la crisi si è osservato un cambiamento nella composizione del portafoglio in favore dei titoli obbligazionari emessi dagli stati e dalle imprese. Questa modifica è stata il risultato sia della variazione intervenuta nei prezzi

degli *asset* sia di un ribilanciamento nelle decisioni di investimento in favore delle obbligazioni; un comportamento, quest'ultimo, apparentemente prociclico.

In qualche paese dove il sistema pensionistico complementare è in larga misura basato su schemi a contribuzione definita, i fondi pensione nel 2008 sono invece risultati acquirenti netti di azioni per importi considerevoli, in particolare nel quarto trimestre in cui si è concentrata la caduta dei corsi. In questi paesi il comportamento anticiclico degli schemi a contribuzione definita è stato il risultato della necessità di rispettare gli obiettivi stabiliti per la composizione del portafoglio. Nelle nazioni dove il sistema complementare è basato sugli schemi a prestazione definita il comportamento anticiclico negli acquisti di azioni è risultato meno evidente.

Nel 2008 in molti paesi l'investimento in azioni è comunque rimasto rilevante. Questa preferenza è da ritenere possa essere ricondotta alla natura a lungo termine della struttura delle loro passività e alla capacità potenziale delle azioni di offrire ritorni più favorevoli di quelli assicurati dalle obbligazioni.

In Italia nel 2008 la caduta del peso delle azioni indotta dalla caduta dei corsi è stata in parte compensata, come in altri paesi, dall'azione anticiclica posta in essere per limitare lo scostamento dai *benchmark* di portafoglio. Questo risultato ha trovato riscontro nei dati raccolti attraverso le segnalazioni periodiche che, soprattutto sul finire dell'anno, hanno posto in luce nei nuovi investimenti una quota di azioni superiore a quella usuale⁷.

A livello internazionale, in base alle informazioni disponibili, nel 2009 l'esposizione dei fondi al mercato azionario è cresciuta rispetto all'anno precedente. Non è chiaro se questo risultato sia il frutto del recupero dei corsi azionari avviatosi dal secondo trimestre dell'anno, ovvero di una deliberata modifica nell'allocazione delle risorse. In alcuni casi l'aumento del peso degli investimenti azionari è risultato inferiore rispetto a quello prodotto dal recupero dei corsi.

In Italia la tendenza a contrastare la diminuzione del peso delle azioni in portafoglio si è protratta nel primo trimestre del 2009 in cui i prezzi delle azioni hanno continuato a flettersi. Dal secondo trimestre questa tendenza ha segnato una netta inversione: in connessione con la ripresa dei valori azionari, i nuovi flussi di contributi sono stati investiti in proporzione minore rispetto al passato in questa categoria di titoli. Questo orientamento ha contenuto il rialzo del peso delle azioni⁸. In Italia i fondi

⁷ Nei fondi negoziali il peso delle azioni nel portafoglio dal 26 per cento della fine del 2007 è gradualmente sceso al 20,8 alla fine del dicembre 2008 (un valore di 2,8 punti percentuali inferiore rispetto al *benchmark*); per i fondi in essere alla fine del 2007, in assenza di nuovi acquisti netti, per effetto della caduta dei corsi azionari questa percentuale sarebbe scesa al 15 per cento al 31 dicembre del 2008. Nei fondi aperti il fenomeno è risultato analogo: l'incidenza sul portafoglio delle azioni è passata dal 45,5 per cento della fine del 2007 al 36,9 del dicembre 2008; in assenza di acquisti netti, la caduta sarebbe stata di 20 punti. Per i PIP nuovi di ramo III dal 65 per cento della fine del 2007 la quota delle azioni in portafoglio è scesa al 47,4 per cento (in assenza di acquisti netti la caduta sarebbe stata di 26 punti percentuali).

⁸ Per i fondi negoziali, nonostante la rilevata modifica intervenuta nell'allocazione delle risorse, l'incidenza delle azioni in portafoglio ha superato di circa mezzo punto percentuale il relativo *benchmark* (pari al 24,6 per cento); l'aumento dei corsi ha determinato un automatico innalzamento del peso delle azioni il quale ha più che recuperato lo scostamento negativo rilevato alla

pensione stanno reagendo alla crisi finanziaria e alle conseguenze che ne sono derivate con una serie di interventi diretti a: ridurre il grado di rischio degli investimenti; contenere i riflessi di eventuali andamenti negativi dei mercati per gli iscritti prossimi al pensionamento. All'analisi di questi due aspetti vengono dedicati i due paragrafi che seguono.

Il grado di rischio degli investimenti. Nel nostro Paese alcuni fondi si sono posti l'obiettivo di ridurre il grado di rischio degli investimenti e di mantenere, nel contempo, il rendimento al livello preesistente alla crisi.

L'obiettivo è da apprezzare: come accennato, la crisi finanziaria ha posto in luce la difficoltà di valutare i rischi degli investimenti effettuati sui mercati internazionali, soprattutto nel contesto di innovazione finanziaria che ha accresciuto la complessità e talvolta anche l'opacità degli strumenti.

Per conseguire il fine indicato più fondi stanno valutando l'opportunità: a) di affiancare all'attività della pluralità di gestori cui sono normalmente affidate le risorse (gestori tradizionali) quella di un altro operatore che persegua l'obiettivo di gestire il grado di rischio degli investimenti (gestore specializzato nel rischio); b) di ridurre il peso della componente azionaria nel portafoglio *benchmark*.

Per una disamina delle problematiche connesse con la realizzazione di una migliore combinazione tra rischio e rendimento e con le due specifiche linee di indirizzo indicate è necessario riflettere sui vari aspetti della scelta degli investimenti e sui ruoli che competono agli organi del fondo, agli *advisor* e ai gestori.

Il rischio sistematico. I riflessi di eventi di tipo sistematico, quali quelli sperimentati nel 2008, possono solo in parte essere contenuti attraverso l'adozione di interventi da parte dei fondi. La crisi è infatti dipesa dall'insieme dei fattori già richiamati che sono al di fuori delle possibilità di controllo dei fondi o dei gestori e che implicano in primo luogo la responsabilità delle autorità pubbliche e degli intermediari finanziari.

Per evitare il ripetersi di eventi del tipo di quelli sperimentati nel 2008, a livello internazionale è stata concordata un'azione diretta a definire normative più stringenti dell'attività degli intermediari finanziari e a rafforzare la vigilanza sul loro operare. La sua concreta attuazione è cruciale anche per la stabilità dei fondi pensione.

Un contributo al miglioramento dei profili di rischio e rendimento è comunque nella possibilità dei fondi.

fine del 2008. Come risultato complessivo nel corso del 2009 per i fondi negoziali il peso delle azioni è aumentato dal 20,8 per cento al 25,1 per cento. Analoghi andamenti ha registrato il peso delle azioni nei fondi aperti, dove è salito dal 36,9 per cento alla fine del 2008 al 42,9 alla fine del 2009, e nei PIP "nuovi" di ramo III, dove tra i due periodi è aumentato dal 47,4 al 56,3 per cento.

Il contenimento del rischio: profili generali. In base all'attuale quadro normativo, i profili di rendimento e di rischio degli investimenti dipendono in primo luogo dalle scelte di fondo, riguardanti il portafoglio *benchmark* e lo stile di gestione da seguire, affidate al consiglio di amministrazione. In tale attività quest'ultimo dovrebbe avvalersi di *advisor* in grado di valutare le condizioni macroeconomiche e quindi le prospettive delle varie tipologie di investimento nonché le relative combinazioni tra rischio e rendimento. In misura minore rileva anche l'attività dei gestori cui è attribuita la responsabilità di valutare i tempi, la tipologia e l'entità degli investimenti da effettuare di giorno in giorno sulla base di attente e prudenti analisi delle condizioni dei mercati, delle prospettive dei vari compatti, dei diversi strumenti disponibili e del merito di credito dei singoli emittenti.

A volte i comportamenti dei consigli di amministrazione e dei gestori non rispondono appieno all'obiettivo di assicurare una gestione efficiente delle risorse amministrate.

I membri dei consigli di amministrazione spesso non hanno piena contezza dell'importanza: delle scelte loro affidate in materia di investimenti e di stili di gestione (attivi o passivi); della necessità, al mutare del contesto, di verificare (pur con un'ottica di lungo periodo) l'adeguatezza delle decisioni assunte; dell'esigenza di valutare l'operato dei gestori in base ai risultati di medio periodo e non di breve-brevissimo termine.

Gli operatori finanziari non sempre ricevono indicazioni chiare in merito allo stile di gestione da seguire; in assenza di adeguati incentivi essi tendono ad attenersi strettamente agli obiettivi di composizione del portafoglio loro assegnati, evitando di accollarsi la responsabilità di scelte che potrebbero compromettere la loro reputazione. I rendimenti realizzati dai vari gestori per le stesse composizioni di portafoglio non differiscono in misura significativa.

Miglioramenti nella gestione del rischio sono quindi sicuramente possibili.

Al conseguimento di combinazioni tra rischio e rendimento più soddisfacenti può contribuire una scelta chiara e appropriata degli stili di gestione: quella passiva sembrerebbe più indicata per operare in mercati efficienti dove le possibilità di realizzare *extra* rendimenti sono limitate (in tale schema sarà possibile minimizzare il costo); la gestione attiva è invece da consigliare per operare in mercati (o in attività) con grandi potenzialità di sviluppo. In base all'esperienza maturata a livello internazionale, un mix dei due stili (probabilmente da affidare a operatori diversi) appare la soluzione più proficua.

Un contributo al contenimento del rischio può provenire dall'attività di gestori all'uopo specializzati. Il ricorso a questi operatori non deve portare ad attenuare l'attenzione sulle strategie di investimento di competenza del consiglio di amministrazione e sull'operato dei gestori tradizionali.

La componente azionaria. Come osservato in numerosi paesi, anche in Italia più fondi, in conseguenza delle perdite subite per effetto del calo dei corsi dei titoli azionari, stanno applicando (o valutando la possibilità di apportare) riduzioni al peso di tali strumenti. Si è già detto che le possibilità di recupero di questi titoli e il loro rendimento in una prospettiva di lungo periodo appaiono favorevoli, soprattutto se valutati in rapporto agli altri strumenti. Non altrettanto può dirsi con riferimento al breve termine. I corsi potrebbero continuare a risultare caratterizzati da ampie oscillazioni.

L'esperienza storica mostra che nel lungo periodo il ritorno del comparto azionario supera in media quello degli altri strumenti finanziari. Le varie misurazioni effettuate, pur presentando diversità nei risultati, concordano sulla rilevanza del divario (alcuni punti percentuali all'anno). Non è da ritenere che queste conclusioni possano essere rimesse in discussione dagli effetti della crisi finanziaria; sia a livello internazionale sia nei vari paesi si stanno predisponendo interventi diretti a evitare il ripetersi di situazioni analoghe a quelle sperimentate. Al di là del momento contingente, gli investimenti in questa tipologia di strumenti rimangono degni di grande attenzione.

Anche in questo caso alla riduzione del peso della componente azionaria, che vari fondi stanno attuando, in una prospettiva di medio periodo è presumibile si assocerà una riduzione del rendimento. È quindi necessaria una attenta riflessione da parte dei consigli di amministrazione sulla combinazione rischio-rendimento che riesca meglio a soddisfare le esigenze degli iscritti. Una riduzione del rischio e del rendimento può essere appropriata nel nuovo contesto caratterizzato da una grande variabilità dei corsi dei titoli; è però necessario prendere atto della conseguente riduzione del livello atteso delle prestazioni e della necessità di azioni dirette a ripristinare un grado di copertura previdenziale adeguato ai bisogni.

La diversificazione del rischio. Da quanto fin qui detto appare opportuno ricordare ancora ai consigli di amministrazione dei fondi e ai gestori che il primo basilare criterio per ridurre il rischio degli investimenti è quello della loro diversificazione. Le perdite subite da alcuni fondi sono risultate più ampie di quelle sperimentate in media dal sistema nel suo complesso proprio per il mancato rispetto di questo principio. Anche con riferimento ai titoli emessi dalla Grecia, pur in un quadro di una diffusione marginale nel sistema, le rilevazioni effettuate in alcuni casi hanno messo in evidenza che il loro peso nel portafoglio ha superato il *benchmark* utilizzato.

Per consentire una più ampia diversificazione degli investimenti sembrerebbe opportuno utilizzare le possibilità offerte dalla disciplina in essere (DM 703/1996 e Decreto lgs. 252/2005) ad esempio procedendo, nei tempi e secondo le modalità opportune, all'acquisizione di *asset* immobiliari; si potrebbe nel contempo ampliare, attraverso le necessarie modifiche normative, le tipologie di investimento ammesse, ad esempio consentendo l'acquisizione di *commodities*, di quantità di titoli azionari dei paesi emergenti correlate con le dimensioni delle loro economie, ecc.

L'investimento in attività non tradizionali offre una maggiore redditività, cui corrisponde però una maggiore rischiosità (oggi consentita entro limiti ristretti). La sua

realizzazione incontra notevoli difficoltà a causa delle elevate professionalità, non facilmente reperibili, che richiede. In prospettiva per cogliere le opportunità offerte dall'attuale normativa e quelle che potranno eventualmente derivare dalle modifiche suggerite si potrebbe consentire la gestione diretta delle risorse da parte dei fondi che si dotassero di strutture professionali adeguate. Nell'immediato, in alternativa, si può immaginare di permettere a fondi di grandi dimensione e ad associazioni di creare società specializzate nell'attività di investimento e nel *risk management* (seguendo le esperienze della Danimarca, dei Paesi Bassi e del Regno Unito) o di procedere a gare per la selezione congiunta dei gestori, in analogia a quanto fatto per la scelta delle compagnie di assicurazione incaricate di erogare le rendite.

L'ampliamento delle tipologie di investimento sopra ipotizzato potrebbe richiedere, per motivi di prudenza, l'introduzione di limiti differenziati per le varie categorie, in particolare per quelle che presentano un'elevata rischiosità, e/o il ricorso ad avanzate metodologie di *risk management*.

Rischi connessi con prodotti specifici. Gli obiettivi di interesse generale perseguiti dai fondi, nell'attesa della nuova normativa, suggeriscono, al di là degli obblighi previsti, di continuare a mantenere entro valori assai ristretti specifici strumenti finanziari che presentino ritorni elevati cui corrispondano però anche rischi elevati, tra i quali i titoli strutturati e i derivati. Il ricorso, in proporzioni non trascurabili, ai derivati è in particolare consigliabile solamente per la copertura di eventuali rischi assunti con l'attività di investimento. Al contenimento del rischio connesso con l'utilizzo di questi strumenti concorreranno le regolamentazioni in corso di definizione a livello internazionale.

In conclusione, nel presente contesto sembra necessaria una riflessione comune sulle risposte da dare alle incertezze destate dalla crisi finanziaria; ciò al fine di evitare di assumere decisioni affrettate sotto la spinta emotionale impressa dalle perdite subite nel 2008. Occorre che le autorità, i fondi, l'industria finanziaria, i consulenti avviano un ripensamento sulle motivazioni del risparmio, sul suo impiego, sui bisogni che esso è chiamato a soddisfare e sulle modalità più appropriate per far coincidere l'offerta con la domanda.

Contribuzione definita: il contenimento del rischio per gli iscritti. In tutti i paesi la crisi del 2008 ha fatto emergere, per i fondi a contribuzione definita, il problema di ridurre i rischi a carico degli iscritti, soprattutto di quelli prossimi al termine dell'attività lavorativa; la loro tutela può essere assicurata attraverso l'adozione di schemi in cui il rischio decresca automaticamente all'aumentare della vita lavorativa, ovvero fornendo forme di garanzia agli iscritti.

Life-cycle o data target. Per conseguire l'obiettivo indicato una prima possibilità è costituita dall'adesione a forme che consentano di ridurre gradualmente, con il crescere dell'età, l'esposizione degli iscritti agli elevati rischi che caratterizzano le azioni. Questo obiettivo può essere raggiunto attraverso: a) schemi *life-cycle* che prevedono, a intervalli periodici, un automatico passaggio (salvo diverso avviso espresso dagli

aderenti) a comparti caratterizzati da un minore peso della componente azionaria; b) schemi *data target* offerti a iscritti che si collocano in pensione nello stesso anno, nei quali la rilevanza della componente azionaria viene progressivamente ridotta dal gestore in base a valutazioni effettuate con metodologie predefinite. Di qui in avanti, con *life-cycle* si indicheranno anche le strategie *data target*.

Le forme indicate sono già presenti sul mercato. L'offerta di questi prodotti si sta ampliando per venire incontro alla domanda di riduzione del rischio da parte dei lavoratori: alcuni fondi hanno di recente definito schemi che hanno questi requisiti; altri fondi stanno valutando questa possibilità⁹.

La scelta del tipo di *life-cycle* più adatto a ciascun lavoratore dipende da un insieme di fattori non sempre di facile identificazione e misurazione¹⁰. Una valutazione appropriata di tutti questi aspetti presenta notevoli difficoltà.

Questi schemi sono comunque da valutare positivamente. Essi permettono di evitare che gli aderenti meno in grado di effettuare scelte appropriate alle loro condizioni si trovino, in prossimità del collocamento a riposo, esposti in misura rilevante ai rischi tipici degli investimenti in azioni¹¹. Essi possono nel contempo costituire un'opzione di *default*.

Nella fase di uscita permane tuttavia il rischio di perdite di rilievo connesse con eventuali risultati negativi del mercato azionario (anche se inferiori a quelle di schemi con peso azionario equivalente); negli ultimi anni di attività usualmente, per non abbattere troppo il rendimento, la componente azionaria ha un peso inferiore a quello dei periodi antecedenti ma in genere non nullo.

Per contenere il grado di rischio che continua comunque a sussistere è opportuno che vengano rafforzati gli elementi di flessibilità nella definizione del momento di erogazione delle prestazioni. Rimane inoltre il problema, comune a quello di qualunque

⁹ Al di là dell'esigenza di contenere le perdite che il lavoratore può subire al momento del pensionamento, gli schemi *life-cycle* rispondono alla necessità di assicurare una diversificazione del rischio che tenga conto del valore del capitale umano dell'aderente (che decresce con l'età). In base alle indagini condotte, la remunerazione dei lavoratori dipendenti (ovvero il rendimento del capitale umano) non risulta correlata con il rendimento dei mercati azionari; per rispettare il principio della diversificazione del rischio nella parte iniziale dell'attività (in cui il valore attuale dei salari futuri è rilevante) gli investimenti nei mercati azionari dovrebbero assumere un peso elevato; successivamente con la riduzione del valore residuo del capitale umano l'ammontare della componente azionaria deve essere ridimensionato.

¹⁰ Tra i quali: il grado di correlazione tra capitale umano e azioni, l'intensità dell'avversione al rischio, l'evoluzione prospettica dei redditi.

¹¹ Le analisi compiute confermano le caratteristiche teoriche attese da questo tipo di schemi. Qualora si verifichi una caduta dei corsi azionari nella parte finale della vita lavorativa gli schemi *life-cycle* forniscono una pensione superiore a quella di comparti caratterizzati da un contenuto medio di azioni equivalenti ma costante nel tempo. Qualora invece negli ultimi anni di vita lavorativa il prezzo delle azioni rimanga favorevole, gli schemi in esame forniscono un pensione più contenuta rispetto a quella assicurata da comparti con un peso delle azioni equivalenti ma costante. In altri termini la riduzione del rischio assicurato dagli schemi *life-cycle* garantisce al momento del pensionamento una pensione che in presenza di un andamento negativo dei corsi azionari risulta più elevata di quella che in tale eventualità sarebbe assicurata da schemi equivalenti, in media, sotto il profilo del peso della componente azionaria; nel contempo tali schemi riducono la possibilità di conseguire i risultati più favorevoli che usualmente scaturiscono da un maggior contenuto in azioni del capitale nel periodo finale di attività. In ipotesi di tassi di ritorno per le varie tipologie di prodotti finanziari costanti nel tempo, il rendimento medio offerto dagli schemi *life-cycle* è eguale a quello assicurato da comparti con un contenuto medio di azioni equivalenti (ponderato con il peso dei montanti accumulati nel corso del tempo).

altro schema, del rischio di perdite indotte dall'esigenza di una uscita anticipata dalla previdenza complementare in una fase negativa dei mercati azionari che potrebbe essere meritevole di copertura.

Gli schemi *life-cycle* possono essere utilizzati per scegliere la combinazione tra rischio e rendimento adatta alle esigenze dei vari lavoratori. Nei paesi anglosassoni queste forme previdenziali sono spesso utilizzate per privilegiare il rendimento mantenendo un rischio abbastanza elevato anche nella parte finale del periodo di attività; ciò in relazione presumibilmente al maggiore sviluppo dei mercati azionari e a una più elevata propensione al rischio correlata anche con le più favorevoli condizioni socio-economiche¹².

Nel nostro Paese per consentire ai lavoratori di adattare le scelte alle proprie preferenze sembrerebbe utile favorire la predisposizione di schemi *life-cycle* diversi in funzione della diversa attitudine al rischio (alto, medio e basso). Sembrerebbe opportuno suggerire la predisposizione di schemi standardizzati con riferimento al grado di rischio e alle principali caratteristiche tecniche, in modo da evitare la creazione di prodotti troppo dissimili e quindi non comparabili.

In base alle caratteristiche delineate, gli schemi *life-cycle* con rischio medio sembrerebbero poter svolgere il ruolo di *default option* per gli aderenti in età giovanile. A questo riguardo si potrebbe pensare di introdurre questa possibilità in occasione di una eventuale riapertura di una nuova fase di silenzio-assenso di adesione alla previdenza complementare. Il comparto garantito potrebbe continuare a essere utilizzato come *default option* per gli aderenti di età avanzata.

Il rendimento minimo garantito. L'obiettivo di contenere i rischi per il lavoratore potrebbe essere raggiunto, cercando nel contempo di assicurare un rendimento abbastanza elevato agli iscritti, attraverso l'introduzione di forme pensionistiche complementari che contemplino la possibilità di offrire garanzie di rendimento diverse da quelle oggi presenti sul mercato.

L'obiettivo di questi schemi dovrebbe essere quello di fornire ai lavoratori una garanzia contro i rischi di natura sistematica cui non si può far fronte attraverso la diversificazione degli investimenti; essi possono interessare interi settori dell'economia

¹² Negli Stati Uniti già da alcuni anni sono state introdotte forme *life-cycle* che offrono ampi margini di scelta agli iscritti in merito alla composizione del portafoglio. In questo paese la crisi finanziaria del 2008 ha avuto un forte impatto anche su questi prodotti. Le perdite per gli aderenti che hanno iniziato a beneficiare delle prestazioni nel 2008 sono risultate rilevanti in quanto il peso in azioni rimane in media elevato anche negli anni finali del periodo di attività. Gli schemi *life-cycle* sono stati oggetto di critiche proprio per questo motivo. Dal dibattito scaturito dopo la crisi è emersa la necessità di identificare con maggiore precisione lo strumento e renderne più comprensibile il funzionamento agli iscritti. Il dibattito rimane ancora aperto sull'opportunità di disciplinare i livelli minimi e massimi di investimento in titoli azionari e sulle modalità del meccanismo di ribilanciamento.
Nel Regno Unito la forma più usuale di schema *life-cycle* prevede un peso delle azioni pari al 100 per cento per trenta anni e una rapida discesa di questa quota nell'ultimo decennio. Anche in questo paese la crisi finanziaria sta inducendo un ripensamento sulla struttura di questi schemi: al momento sembrerebbe essere preferita dagli utenti una riduzione progressiva della quota azionaria anticipata rispetto agli attuali 30 anni; ciò presumibilmente per ridurre il rischio di perdite connesse con una uscita anticipata dalla previdenza complementare.

internazionale o interi paesi portando a una forte contrazione dei ritorni per un periodo di tempo prolungato.

Le proposte da più parti avanzate in questa direzione tendono a dare pratica attuazione alle indicazioni sviluppate dal Prof. Modigliani e dai suoi coautori nel 2000 e più recentemente nel 2004 le quali si attagliano soprattutto ai paesi in cui il pilastro a capitalizzazione svolge un ruolo centrale nel regime pensionistico¹³.

L'attuazione di queste indicazioni richiederebbe interventi di rilievo, in linea di principio non incompatibili con l'assetto attuale dei fondi; l'assorbimento dei fondi più piccoli da parte di quelli di maggiori dimensioni e un generalizzato processo di concentrazione, attraverso le conseguenti economie di scala, potrebbero favorire la sua realizzazione.

La concreta definizione di schemi con rendimento garantito solleva complesse problematiche che è necessario approfondire e vagliare con cura. La garanzia potrebbe essere fornita dai singoli fondi o dal loro complesso attraverso l'accantonamento di risorse adeguate; essa potrebbe non avere la necessaria credibilità, rendendo necessaria una riassicurazione presso lo Stato. Il premio per il rischio dovrebbe essere, come accennato, a carico degli iscritti. Una parte del premio dovrebbe servire ai fondi per la copertura dei costi della garanzia da loro offerta. La rimanente parte dovrebbe coprire il premio da versare allo Stato, che potrebbe essere calcolato in modo prudenziale consentendo nel lungo periodo un guadagno per il bilancio pubblico.

L'obiettivo della COVIP è quello di suscitare un dibattito che accerti i vantaggi e i difetti di queste proposte, la loro praticabilità e il gradimento da parte degli aderenti.

Sono inoltre necessarie indagini dirette a definire i molteplici aspetti tecnici cui si è fatto cenno. Tra questi: il tipo di garanzia da offrire agli iscritti chiamati a sostenerne il costo; gli eventi al verificarsi dei quali scatta la garanzia; la misurazione del grado di rischio nel lungo periodo dei vari strumenti; la scelta circa il soggetto cui affidare la garanzia di prima istanza (i singoli fondi o il loro insieme); l'entità dell'accantonamento da creare all'interno dei fondi per far fronte agli oneri dell'intervento di loro pertinenza; il premio da riconoscere per coprire il rischio residuale (divario tra l'ammontare da riconoscere all'iscritto al verificarsi dell'evento e quello a carico del fondo), ovvero per riassicurare il rischio assunto.

¹³ In base alla proposta del Prof. Modigliani i rischi insiti nell'investimento delle risorse ricadrebbero interamente sullo Stato, il quale assicurerrebbe agli iscritti un rendimento minimo. Nello schema ipotizzato i lavoratori e i datori di lavoro dovrebbero corrispondere al fondo pensione versamenti contributivi che verrebbero accreditati in conti individuali. Qualora gli investimenti effettuati dal fondo registrassero un rendimento inferiore a un valore prefissato (5 per cento all'anno nella proposta di Modigliani e Muralidhar del 2004), lo Stato dovrebbe corrispondere una somma pari ai versamenti contributivi capitalizzati al tasso garantito, ricevendo in cambio le attività finanziarie accumulate.

Prendendo spunto anche da recenti analisi condotte su questi argomenti il rendimento minimo garantito dallo Stato potrebbe assumere livelli diversi in funzione delle preferenze per il rischio dei lavoratori. Nel caso il ritorno degli investimenti superasse il livello minimo garantito l'iscritto beneficierebbe dei più favorevoli risultati conseguiti. Il lavoratore dovrebbe pagare il premio per la garanzia richiesta in base al livello prescelto e al grado di rischiosità delle attività detenute. Per contribuire a evitare comportamenti opportunistici da parte degli iscritti potrebbero essere stabiliti limiti all'entità delle attività rischiose detenute nell'ultima parte dell'attività lavorativa.

1.4 Il primo pilastro

Il sistema pensionistico pubblico nel 2009 ha risentito di un insieme di fattori di natura economica e normativa che hanno inciso sulle prestazioni; le innovazioni introdotte sono state dirette a contenere l'espansione della spesa e gli effetti dei fattori di possibile squilibrio del sistema.

I fattori che hanno inciso sulle prestazioni

La caduta del prodotto e i riflessi sulle pensioni assicurate dal sistema pubblico.

Anche le prestazioni del sistema pensionistico pubblico del nostro Paese in prospettiva risentiranno della crisi finanziaria internazionale e in particolare dei suoi riflessi sull'economia reale. La caduta del prodotto interno lordo registrata nel 2008 e nel 2009 (nel complesso 6,3 punti percentuali) si rifletterà negativamente sulla determinazione del montante dei versamenti contributivi dello schema previsto dalla riforma del 1995 (da trasformare in rendita); come è noto, la rivalutazione dei contributi in tale schema è commisurata alla crescita del prodotto interno lordo.

Rispetto a una crescita dell'1 per cento reale all'anno e in assenza, negli anni a venire, di un recupero della caduta indicata, la perdita per tutti i lavoratori per i quali si applica il metodo contributivo è dell'ordine dell'8,5 per cento dei contributi finora versati. Nel prossimo quinquennio la riduzione del trattamento salirà progressivamente (il rendimento dei contributi è, come accennato, legato alla variazione media del prodotto dell'ultimo quinquennio); la sua entità per coloro che si collocheranno a riposo nel 2014, nell'ipotesi la sua liquidazione venga effettuata secondo il metodo *pro rata* e che i due tronconi di pensione siano di ammontare equivalente, supererà il 4 per cento. Per coloro che si ritireranno dal lavoro negli anni futuri il peso del montante su cui si rifletterà la caduta del prodotto registrata nel biennio 2008-09 risulterà via via minore (i nuovi versamenti contributivi non ne risentiranno). Per un lavoratore dipendente oggi in età di 40 anni che si ritirasse dal lavoro nel 2035 la riduzione dell'assegno può essere stimata nell'ordine del 3 per cento¹⁴.

¹⁴ Qualora per rivalutare i contributi fosse stata utilizzata come in Svezia la crescita media dei salari, che è la variabile strettamente legata alla variazione della produttività del lavoro, gli effetti negativi della crisi sarebbero risultati modesti: nel corso dell'ultimo biennio i salari in media hanno continuato a crescere in termini reali anche se in misura molto limitata. Va tuttavia osservato che la rivalutazione dei contributi in base alla crescita dei salari nei decenni decorsi sarebbe risultata meno favorevole in quanto usualmente, come accennato, l'aumento del prodotto supera quello dei salari medi in connessione con la crescita del numero dei lavoratori impiegati nell'attività economica. Qualora l'occupazione sperimenti periodi di aumento e successivamente di riduzione, l'utilizzo del prodotto per la finalità indicata comporta effetti redistributivi indesiderati: i pensionati che maturano la pensione nei periodi di aumento beneficeranno di questa condizione; quelli che invece espleteranno la loro attività nei periodi di riduzione dell'occupazione ne avranno ricadute negative. La soluzione basata sulla crescita del prodotto è in genere più vantaggiosa per i lavoratori ma penalizza coloro che si pensionano nel quinquennio successivo a una recessione.

La revisione dei coefficienti di trasformazione del montante contributivo in rendita. Le pensioni liquidate a partire dall'anno in corso risentiranno della revisione dei coefficienti di trasformazione in rendita del montante dei contributi versati prevista dalla legge di riforma del 1995. La prima applicazione, realizzata dal 1° gennaio del 2010, ha adeguato la vita media residua al momento del pensionamento inglobata nei valori dei coefficienti nel 1995 (basati sulle tavole di mortalità ISTAT del 1990) all'allungamento intervenuto nel corso del tempo. Per i nuovi calcoli della speranza di vita sono state utilizzate le tavole di mortalità relative all'anno 2002, cioè le tavole disponibili al momento della redazione nella tabella allegata alla Legge 247/2007.

Le modificazioni introdotte hanno portato a una decurtazione del grado di copertura offerto dal sistema pubblico in media dell'ordine del 7 per cento. L'entità della riduzione è più ampia per le età anagrafiche più avanzate, in quanto l'incremento delle aspettative di vita per quest'ultime è risultato maggiore (percentualmente); la correzione apportata ai coefficienti si innalza gradualmente dal 6,38 per cento per l'età di 57 anni sino a raggiungere il valore dell'8,41 per l'età di 65 anni.

Con la stessa Legge 247/2007 la cadenza della revisione dei coefficienti di trasformazione è stata resa triennale; la prossima applicazione da realizzare nel 2013, dovrebbe tener conto degli incrementi intervenuti nella speranza di vita alle varie età di pensionamento tra il 2002 e il 2008 (ultimo anno per il quale probabilmente nel 2012 saranno disponibili le tavole di mortalità dell'ISTAT). Da questi aumenti dal 2013 dovrebbe derivare un ulteriore ridimensionamento delle rendite in rapporto all'ultimo salario. Date le tendenze in atto, anche per gli anni successivi al 2013 il periodico ricalcolo dei coefficienti di trasformazione del montante dei contributi in rendita, a parità di età anagrafica del lavoratore, è presumibile che continui a determinare una progressiva riduzione del grado di copertura offerto dal sistema pensionistico pubblico.

Le norme dirette all'innalzamento dell'età di pensionamento. Al fine di contenere la diminuzione, in termini relativi, delle prestazioni e nel medio periodo di conseguire risparmi nella spesa per pensioni, con la Legge 102/2009 è stato introdotto il principio del collegamento dell'età anagrafica richiesta per conseguire il diritto alla pensione alla speranza di vita residua. La nuova norma ha previsto un meccanismo automatico in base al quale a partire dal 1° gennaio 2015 i requisiti per l'accesso al trattamento andranno adeguati all'incremento intervenuto nella speranza di vita nel quinquennio precedente al pensionamento. A tal fine dovrà essere predisposto un regolamento di attuazione da emanare entro il 31 dicembre 2014. Nella prima applicazione di questa innovazione, che dovrà essere effettuata nel 2015, l'incremento dell'età pensionabile non potrà superare i tre mesi.

Non è chiaro quale sarà la pratica attuazione della norma. È tuttavia plausibile che in prospettiva essa richiederà il calcolo di coefficienti di trasformazione anche al di là del limite massimo oggi previsto di 65 anni (attualmente l'età di pensionamento in vigore per gli uomini). Al rinvio del pensionamento dovrebbe presumibilmente corrispondere il riconoscimento di trattamenti e di gradi di copertura (o tassi di sostituzione) più elevati. Per le donne, essendo attualmente l'età di pensionamento

compresa tra i 60 e i 65 anni, la compensazione della riduzione del grado di copertura causata dalla periodica revisione dei coefficienti appare certa (perlomeno entro questa fascia di età).

Per effetto dell'applicazione di quest'ultima norma verrà rinviato il collocamento a riposo delle nuove generazioni di pensionati consentendo, nel medio termine, di contenere l'espansione della spesa. Nel lungo periodo l'ammontare dell'onere per pensioni rimarrà sostanzialmente invariato: l'entità dei trattamenti di nuova liquidazione verrà innalzato per tener conto dell'aumento dei versamenti contributivi e dell'aumento dell'età anagrafica al pensionamento secondo criteri di equivalenza attuariale. Risparmi di spesa limitati (in rapporto al numero di casi residui) potrebbero derivare per i lavoratori che si collocassero a riposo con il metodo retributivo nel caso l'età di pensionamento venisse prolungata oltre il limite per il quale non è più riconosciuto alcun aumento del trattamento.

Effetti di contenimento della spesa nel medio termine deriveranno anche dal progressivo innalzamento dell'età di pensionamento delle donne nel pubblico impiego. Anche questo tipo di intervento nel lungo termine non produrrà, per le ragioni già indicate, effetti significativi sulla spesa.

L'equilibrio del sistema. La revisione triennale dei coefficienti di trasformazione e il collegamento dell'età di pensionamento alla speranza di vita dovrebbero consentire di realizzare un più stretto collegamento tra prestazioni e contributi, principio fondamentale per garantire la sostenibilità del sistema. La prima modifica introdotta nel 2007 ha consentito di avvicinare il momento della revisione dei coefficienti a quello dell'allungamento della speranza di vita: la cadenza triennale della revisione ha ridimensionato, almeno in parte, uno dei fattori di squilibrio dello schema introdotto nel 1995. La seconda modifica, realizzando periodicamente e in modo automatico il collegamento tra l'età di pensionamento e la speranza di vita, potrebbe ridurre le resistenze e probabilmente i ritardi nell'applicazione della revisione dei coefficienti, con effetti positivi, anche in questo caso, sulla stabilità del sistema.

Nonostante le modifiche introdotte, le prestazioni a regime tenderanno a eccedere i contributi a causa di tre fattori: a) lo sfasamento (in base alla nuova normativa) pari a tre anni nella revisione dei coefficienti che si aggiunge al tempo necessario per l'elaborazione da parte dell'ISTAT delle tavole di mortalità; b) l'utilizzo di tavole di mortalità costruite per individui contemporanei di età differenti e non per generazioni (che presentano aspettative di vita più lunghe rispetto alle prime, in connessione con il continuo innalzamento in atto); c) il riconoscimento, ai fini della rivalutazione dei contributi versati, della crescita del prodotto interno che, oltre all'aumento dei salari in termini reali (il parametro utilizzato in Svezia), ingloba anche quello dell'occupazione (in periodi di riduzione dell'occupazione è assai probabile che il meccanismo venga modificato determinando uno squilibrio finanziario; in alternativa, in assenza di modifiche, si determinerebbe una iniquità distributiva tra generazioni di pensionati).

Le modifiche introdotte e i loro riflessi sui fondi pensione

La revisione dei coefficienti di trasformazione comporta una riduzione del grado di copertura offerto dal sistema pubblico e quindi accresce la necessità di integrare il trattamento da esso assicurato con una rendita fornita dai fondi complementari.

Dal collegamento dell'età di pensionamento alla speranza di vita sembrerebbe derivare un effetto di segno opposto; come accennato, dal 2015 all'innalzamento dell'età anagrafica del lavoratore che si ritira dal lavoro per tener conto dell'innalzamento della vita attesa corrisponderà un incremento della pensione equivalente sotto il profilo attuariale. Per effetto dell'innovazione introdotta il lavoratore si collocherà a riposo in un'età anagrafica più elevata, beneficiando di un innalzamento del grado di copertura offerto dal sistema pubblico (sempre nell'ipotesi che i coefficienti vengano estesi oltre i 65 anni).

Da quest'ultima modifica normativa alcuni commentatori hanno fatto derivare, in prospettiva, una minore necessità per i lavoratori di aderire a fondi pensione, ovvero di assicurarsi un trattamento integrativo. L'effetto della modifica apportata muove nella direzione indicata ma la conclusione riportata non tiene conto dell'insieme degli elementi che rilevano per questo aspetto.

In primo luogo va osservato che la norma in oggetto non realizza un vero aumento del grado di copertura; essa, in prospettiva, consentirà di compensare, innalzando l'età di pensionamento, la riduzione che avrebbe avuto luogo per effetto della revisione dei coefficienti.

A ciò è da aggiungere che, oltre all'abbassamento del grado di copertura connesso con la revisione dei coefficienti già attuata, esistono altri importanti fattori da cui deriveranno effetti che rendono ancor più necessaria un'integrazione della prestazione assicurata dal sistema pubblico. Tra questi:

- a) la contrazione rispetto al passato, a parità di età anagrafica, del periodo di contribuzione dei nuovi lavoratori, risultato delle condizioni negative dell'offerta di lavoro (esse stanno determinando un ritardo nell'ingresso nella vita lavorativa, la frammentazione del periodo di attività lavorativa e in non pochi casi l'espletamento di attività in nero);
- b) il deterioramento che nel corso del tempo subisce il grado di copertura assicurato dal sistema pubblico, misurato al momento del pensionamento; a partire dal 1993 tutti i trattamenti in essere e anche quelli di nuova liquidazione vengono unicamente rivalutati per tener conto della crescita dei prezzi; in rapporto ai salari la loro entità è quindi destinata a ridursi nel corso del tempo¹⁵;

¹⁵ Mentre la prestazione non viene rivalutata in termini reali, i salari nel corso del tempo cresceranno più dell'inflazione; qualora essi aumentassero dell'1,5 per cento all'anno in termini reali, per un lavoratore che si collocasse in pensione a 65 anni con un periodo contributivo di 40 anni il grado di copertura ad esempio pari inizialmente al 60 per cento al termine della vita residua (di circa 20 anni) scenderebbe al 40 per cento: nel periodo di pensionamento in media il grado di copertura sarebbe pari a circa il 50 per cento, 10 punti in meno rispetto al valore iniziale.

- c) lo squilibrio dello schema definito nel 1995 causato dal divario tra la vita media residua assunta a base del calcolo della trasformazione del montante in rendita e quella effettiva (riconducibile al ritardo nella revisione dei coefficienti per tener conto delle nuove tavole di mortalità e all'utilizzo di tavole di mortalità per individui contemporanei in luogo che per generazioni) e dal riconoscimento, nella rivalutazione dei contributi versati, della crescita del prodotto interno lordo in luogo di quella dei salari reali; questi fattori di squilibrio in prospettiva potrebbero condurre ad aggiustamenti e quindi, probabilmente, a un'ulteriore revisione al ribasso del grado di copertura.

Ai fattori di natura strutturale sopra indicati si aggiunge la perdita *una tantum* che per tutti i lavoratori attualmente attivi deriverà dalla caduta del prodotto avutasi nel biennio 2008-09 di cui si è già detto.

La valutazione del grado di copertura assicurato dal sistema pubblico. L'insieme dei fattori indicati fa comprendere come il grado di copertura assicurato dallo schema definito nel 1995 sia di difficile valutazione; esso dipende da un insieme di variabili: in primo luogo dall'evoluzione relativa del prodotto interno lordo e dei salari, dalla misura dell'innalzamento della speranza di vita e infine dalla lunghezza del periodo di contribuzione. In assenza di indicazioni da parte delle autorità preposte, il lavoratore non è in grado di poter individuare l'intervallo in cui è presumibile si collocherà il grado di copertura al momento del pensionamento. Le incertezze esistenti non consentono quindi agli interessati di effettuare scelte consapevoli nei comportamenti di spesa e nelle risorse da destinare ai trattamenti complementari.

Un contributo a una valutazione delle prestazioni che l'INPS dovrà erogare a ciascun lavoratore sarà assicurato dalla realizzazione del progetto diretto a comunicare l'entità dei versamenti contributivi e a consentire la formulazione di stime delle prestazioni spettanti, in base a ipotesi attinenti all'evoluzione prospettica dell'economia e dei salari e all'età di pensionamento (e quindi anche alla durata del periodo contributivo).

Le nuove stime

Le elaborazioni effettuate dalla Ragioneria Generale dello Stato. Se si esamina l'andamento della spesa negli ultimi anni si osserva che la sua incidenza sul prodotto interno, anche a prescindere dagli effetti della flessione del prodotto registrata nel 2008 e nel 2009, ha continuato a crescere in misura più ampia di quella prevista nelle stime ufficiali risentendo, oltre che dei fattori usuali, dei provvedimenti presi dai vari governi per sostenere i redditi delle categorie meno abbienti.

In base alle nuove valutazioni (basate su una crescita media annua del prodotto interno lordo e dei salari dell'ordine dell'1,5 per cento in termini reali) l'incidenza della spesa per pensioni sul prodotto interno nei prossimi decenni non mostra più un

andamento ascendente come nelle previsioni dello scorso anno; ciò in considerazione della forte lievitazione che tale indicatore ha registrato nel 2008 e ancora nel 2009 per effetto della caduta dell'attività produttiva¹⁶. Nell'anno in corso esso dovrebbe ragguagliarsi al 15,2 per cento, a fronte del 13,9 nel 2007.

Secondo le stime più recenti il rapporto tra la spesa complessiva per pensioni e il prodotto interno lordo presenta sino al 2022 una sostanziale stazionarietà¹⁷; nel quinquennio successivo esso inizia a crescere rapidamente per poi rallentare, raggiungendo il 15,8 per cento nel 2040. Nei decenni seguenti inizia una fase di forti riduzioni, che porta il rapporto in esame al 13,4 nel 2060, da porre in relazione, come già rilevato per le precedenti valutazioni, all'entrata a regime del sistema contributivo e alla stabilizzazione del rapporto tra numero di pensioni e numero di occupati.

Nei documenti ufficiali non si rinvengono informazioni analitiche sulle ipotesi alla base dei calcoli né sulle metodologie seguite per la revisione dei coefficienti di trasformazione del montante dei contributi in rendita. Le valutazioni ipotizzano la puntuale applicazione delle nuove tavole fornite dall'ISTAT coerenti con l'allungamento della speranza di vita alla nascita riportata nel Documento. Le analisi condotte non sembrano tener conto del divario esistente tra i tassi di mortalità calcolati in base ai dati relativi a individui contemporanei e quelli, più contenuti, riferiti a generazioni di individui nati nello stesso anno. La speranza di vita dei pensionati potrebbe essere pertanto maggiore di quella che emerge dalle tavole di mortalità utilizzate per il calcolo dei coefficienti; ne deriverebbe un aumento della spesa superiore a quella ipotizzata.

Ipotesi alternative di crescita del prodotto. Le stime sono state effettuate ipotizzando una crescita del prodotto e dei salari dell'1,5 per cento all'anno. Questo valore al momento della riforma, nel 1995, appariva pessimistico. Attualmente tenuto conto degli andamenti in atto non può essere considerato tale. All'epoca l'ipotesi di una crescita dei salari pari a quella del prodotto non appariva realistica: i salari avrebbero dovuto crescere meno del prodotto per lasciare spazio a un aumento dell'occupazione; anche questa ipotesi oggi potrebbe non essere lontana dalla realtà.

Tuttavia, qualora il prodotto interno lordo tornasse a crescere a un ritmo superiore a quello medio dei salari il meccanismo di rivalutazione dei contributi (basato su questo aumento) porterebbe a un grado di copertura più elevato di quello indicato nelle stime ufficiali. Questo aspetto dovrebbe comunque essere oggetto di correzione: da esso potrebbero derivare gradi di copertura addirittura più elevati di quelli antecedenti la riforma.

¹⁶ La spesa per pensioni nel breve-medio termine non risente dell'andamento del prodotto interno lordo; la sua evoluzione dipende dalla crescita del numero dei pensionati (legato all'aumento registrato dall'occupazione nei decenni precedenti), dal meccanismo di collegamento dei trattamenti erogati ai prezzi e dal ricambio dei trattamenti (le pensioni di nuova liquidazione sono usualmente maggiori di quelle che vengono a cessare).

¹⁷ Le stime effettuate non tengono conto dell'intervento diretto a correlare l'età di pensionamento alla speranza di vita al momento del collocamento a riposo, in quanto non sono ancora noti i criteri di attuazione; va tuttavia ricordato che tale provvedimento, come accennato nell'apposito paragrafo, nel lungo termine non dovrebbe alterare l'entità della spesa.