

SFI Public Discussion Note
*Pensioni a rischio: il nostro sistema
pensionistico è in pericolo?*
Scenari futuri per il secondo
pilastro svizzero



1 Introduzione



Marc Fournier
*Vice Direttore generale,
Pittet Associés*



Stéphane Riesen
*Direttore generale,
Pittet Associés*



Prof. Olivier Scaillet
*Senior Chair SFI e Professore
di Finanza e Statistica
all'Università di Ginevra*

Il contesto in cui operano i fondi pensione è cambiato notevolmente nel 1985 dall'introduzione della Legge federale sulla Previdenza Professionale (LPP) per la vecchiaia, i superstiti e l'invalidità, obbligatoria in Svizzera. La LPP disciplina il secondo pilastro del sistema pensionistico svizzero, chiamato anche pensione professionale (il primo è la pensione statale e il terzo la pensione privata), rendendo obbligatorio per la maggior parte dei lavoratori contribuire con un certo importo al proprio fondo pensione. Se il costante aumento dell'aspettativa di vita e il livello delle prestazioni sono spesso citati come le principali sfide che il sistema del secondo pilastro a capitalizzazione deve affrontare, anche l'evoluzione dei tassi di interesse determina il contesto nel quale i regimi pensionistici e assicurativi devono operare in Svizzera.

L'obiettivo di questa *Nota di Discussione Pubblica (Public Discussion Note – PDN)* è analizzare, nel contesto attuale, gli effetti dell'evoluzione dei tassi di interesse sulla capacità finanziaria del secondo pilastro svizzero e testare la solidità di questo sistema alla luce dei diversi scenari economici. Questa PDN si basa sullo studio commissionato dall'Ufficio Federale delle Assicurazioni Sociali (2022), di seguito denominato studio per l'UFAS, e presenta da una parte calcoli e risultati aggiornati alla fine del 2022 e, dall'altra, nuovi scenari.

Lo studio per l'UFAS si basa sui dati delle casse pensioni fino al 2020. In termini economici, tuttavia, da allora si sono verificati importanti cambiamenti: l'inflazione è tornata prepotentemente in auge, anche in Svizzera, e i tassi di interesse negativi, o addirittura nulli, appartengono ormai chiaramente al passato. La natura dettagliata dei dati utilizzati nello studio per l'UFAS ha permesso, per la prima volta in Svizzera, di studiare in dettaglio e in cifre la stabilità del sistema del secondo pilastro sulla base di dati completi e individuali disponibili per tutte le casse pensioni del Paese. L'elaborazione degli scenari economici, sviluppatasi in una prospettiva accademica, si è appoggiata su modelli solidi che possono essere facilmente adattati all'evoluzione dei principi fondamentali economici e finanziari, come dimostra lo sviluppo di nuovi scenari nella presente PDN.

La precisione dei dati disponibili ci permette di sviluppare un modello preciso dell'evoluzione futura di ogni istituto di previdenza e quindi di mappare in modo mirato il rischio sostenuto da ogni istituto. Questa granularità ci permette anche di sintetizzare risultati solidi per tipologia di istituto di previdenza, al fine di identificare meglio i gruppi di istituti a rischio e di formulare raccomandazioni volte a migliorare e a rafforzare la stabilità complessiva del secondo pilastro svizzero.

Per una migliore comprensione, i termini seguiti da un asterisco sono definiti nel glossario tecnico, vedi pag. 14.

Come migliorare e rafforzare la stabilità finanziaria del secondo pilastro?

Garantire un finanziamento strutturalmente adeguato delle prestazioni.

Studiare soluzioni per limitare la diluizione del livello di copertura in caso di affiliazione.

Rafforzare il quadro di vigilanza standardizzando i processi di controllo degli investimenti.

Con la sua serie di *Note di Discussione Pubblica*, lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove attivamente un dibattito fondato su temi rilevanti per il settore, la politica e il mondo accademico. Inoltre, l'SFI diffonde i suoi risultati attraverso la ricerca, le pubblicazioni, le Master Class e le conferenze.

2 Dati e universo dell'analisi

La presente PDN si basa sui risultati ottenuti da un approccio globale al secondo pilastro e da un'analisi più specifica per tipologia di istituti di previdenza, ovvero istituti di previdenza di diritto pubblico senza garanzia statale, fondazioni aziendali, fondazioni collettive, fondazioni comuni e i cosiddetti fondi per i beneficiari di rendite¹⁾.

I dati presentati sono stati raccolti dalla Commissione di Alta Vigilanza della Previdenza Professionale (CAV PP) nell'ambito della sua indagine annuale. La distinzione per tipo di istituto consente non solo di tracciare una mappa della distribuzione dei rischi tra questi diversi tipi di fondi, ma anche di analizzare se alcuni tipi di istituto presentino più rischi di altri.

A causa di varie particolarità, alcuni istituti non sono stati inclusi nella presente analisi. Dopo aver eliminato questi fondi²⁾, l'universo restante ammonta a 1179 istituti, pari all'81% del numero totale degli istituti attivi nel Paese, per un totale di impegni di bilancio* di 758 miliardi di franchi svizzeri, pari al 75% del totale del secondo pilastro svizzero.

Dalla Tabella 1 si evince che gli istituti di diritto pubblico senza garanzia statale rappresentano solo il 4% del numero totale degli istituti, ma contano per il 17% degli impegni totali. Pertanto, gli istituti di diritto pubblico senza garanzia statale sono in media più grandi dell'istituto medio del campione. Lo stesso vale per le fondazioni collettive e le fondazioni comuni, che rappresentano rispettivamente il 7% e l'8% del numero totale di istituti, ma rispettivamente il 24% e il 14% degli impegni totali, il che mostra anche un peso medio superiore alla media generale. Al contrario, le fondazioni aziendali e i fondi per i beneficiari di rendite, che costituiscono rispettivamente il 77% e il 4% del numero totale di istituti, rappresentano rispettivamente solo il 44% e l'1% degli impegni e sono quindi in media istituti di piccole dimensioni. Nell'analisi dei risultati, occorre quindi prestare particolare attenzione all'effetto dimensionale all'interno dei vari gruppi.

Va inoltre notato che, a differenza di altre fondazioni, le fondazioni collettive, a causa della loro natura commerciale, non hanno altra scelta se non quella di crescere e possono quindi essere portate a offrire prestazioni più attraenti, in particolare per quanto riguarda i tassi di interesse corrisposti. In generale, rispetto alle altre fondazioni, le fondazioni collettive sono caratterizzate da una minore solidarietà tra i loro membri, i quali mantengono una contabilità separata.

Tabella 1 – Segmentazione degli istituti di previdenza selezionati per l'analisi

	Numero (%)	Impegni (%)
Fondazioni aziendali	77%	44%
Fondazioni comuni	8%	14%
Fondazioni collettive	7%	24%
Istituti di diritto pubblico senza garanzia statale	4%	17%
Fondi per i beneficiari di rendite	4%	1%

Source: CHS PP

1) Per una definizione dei diversi tipi di istituti di previdenza, si veda il riquadro a pag. 15

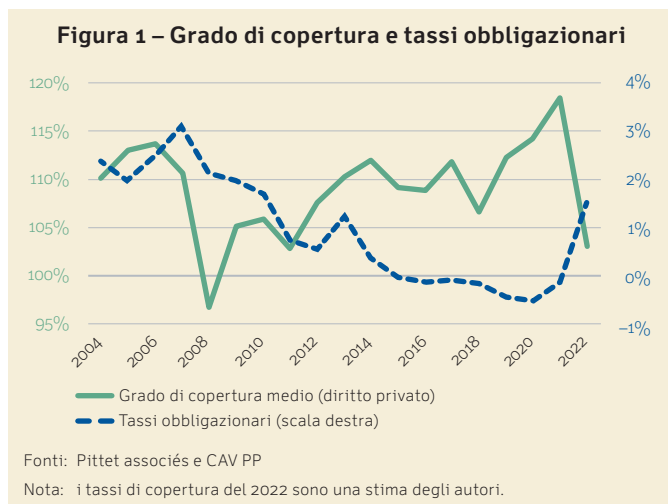
2) In particolare, i fondi a prestazione definita, i fondi di diritto pubblico con un sistema finanziario a capitalizzazione parziale ai sensi dell'articolo 72a LPP, gli istituti di previdenza di cui all'articolo 1° OPP 2, gli istituti di risparmio e gli istituti con assicurazione completa.

3 Contesto macroeconomico

Il calo dei tassi di interesse tra il 2008 e il 2021 ha rafforzato la performance finanziaria del secondo pilastro.

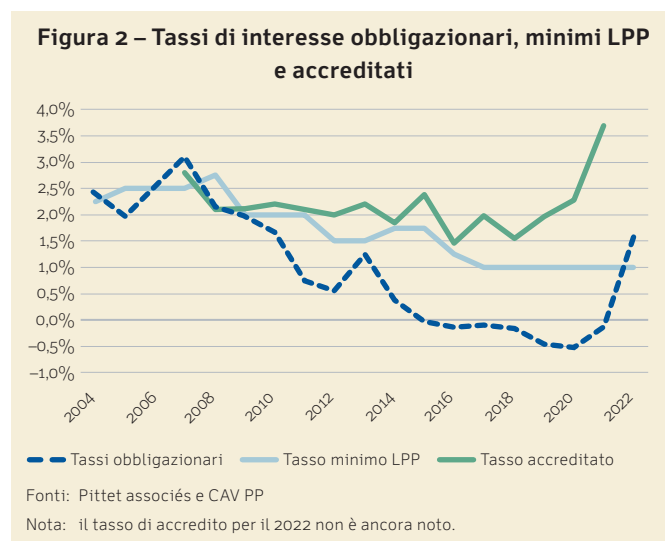
Tra il 2008 e il 2021, i fondi pensione hanno conseguito una forte performance finanziaria, che ha permesso loro di migliorare il grado di copertura* (Figura 1). Una parte significativa di questa performance è stata ottenuta grazie all'eccezionale apprezzamento delle attività finanziarie in seguito al calo dei tassi di interesse, a sua volta dovuto alle politiche monetarie ultra-accomodanti messe in atto dalle banche centrali.

Nello studio per l'UFAS si dimostra che l'uscita da queste politiche monetarie e l'aumento dei tassi di interesse farebbero scendere meccanicamente le valutazioni e quindi limiterebbero in modo significativo le performance future degli investimenti (note anche come "contributi futuri del terzo contribuente"), rispetto a quelle ottenute nel periodo che va dal 2008 al 2021. Nel 2022 questo scenario si è realizzato in modo tanto rapido quanto violento. Infatti i forti aumenti dei tassi di interesse, dovuti sia alla lotta contro l'inflazione sia all'abbandono più rapido del previsto delle politiche monetarie ultra-accomodanti, hanno pesato molto sulla performance dei fondi pensione. Questi ultimi hanno visto il loro patrimonio ridursi in media del 10%, secondo diversi indicatori, cfr. Credit Suisse (2023) e UBS (2023), il che implica un significativo peggioramento del loro livello di copertura tra il 31 dicembre 2020 e il 31 dicembre 2022: il grado medio di copertura è quindi passato dal 113% al 103%. In questo contesto, circa il 25% dei fondi presenta una situazione di sottocopertura alla fine del 2022.



Il terzo contribuente * ha svolto pieno il suo ruolo nel contesto dei tassi di interesse bassi

Lo studio per l'UFAS mostra che, nonostante le prestazioni pensionistiche siano state generalmente riviste al ribasso dalla loro creazione nel 1985, in particolare per quanto riguarda le aliquote di conversione* da capitale a rendita, nel periodo che va dal 2004 al 2021, gli istituti di previdenza sono stati in grado di offrire ai loro assicurati interessi accreditati mediamente superiori al tasso minimo legale* previsto dal legislatore (Figura 2), nonostante i bassi tassi di interesse obbligazionari degli ultimi anni.



I tassi accreditati sono stati ugualmente superiori all'aumento nominale dei salari, in media di 1,5 punti percentuali nel periodo 1985-2020. Il sistema a capitalizzazione del secondo pilastro ha quindi permesso, grazie al terzo contribuente, di offrire sin dal 1985 prestazioni che vanno oltre il puro mantenimento del potere d'acquisto degli assicurati, ciò che corrisponde all'obiettivo fissato all'entrata in vigore della LPP.

Il livello delle riserve di fluttuazione di valore* varia da un tipo di istituto all'altro

I vari tipi di fondi pensione si sono generalmente evoluti in modo simile, in termini di *asset allocation*, parametri tecnici e tassi di interesse accreditati.

Nel nostro studio per l'UFAS, tuttavia, abbiamo notato una differenza significativa nella creazione di riserve di fluttuazione di valore, che compensano le perdite sui mercati finanziari, per le fondazioni collettive e per gli istituti di previdenza di diritto pubblico senza garanzia statale. Alla fine del 2020, questi due tipi di fondi avevano raggiunto solo il 60% dei loro obiettivi di riserva, contro l'80% circa delle altre categorie di fondi pensione.

Il livello delle riserve di fluttuazione di valore rimane relativamente più basso per le fondazioni collettive. In realtà, le passività di questi fondi pensione sono aumentate rapidamente, a un tasso superiore di circa il 5% rispetto ad altri tipi di istituti, a causa di un gran numero di nuove affiliazioni.

L'aumento della popolarità delle fondazioni collettive può essere spiegato principalmente da due fattori:

1. Elementi strutturali che portano alla liquidazione delle piccole fondazioni a favore delle fondazioni collettive. Tra gli elementi che rendono difficile la gestione delle piccole fondazioni vi sono un contesto legislativo più complesso e una scarsa efficienza sia nell'amministrazione sia nella gestione del patrimonio dei fondi.
2. Elementi competitivi, che spingono le fondazioni collettive a essere molto attive nella ricerca di nuovi affiliati.

La forte crescita delle fondazioni collettive ha portato a una diluizione delle loro riserve e quindi del loro indice di copertura. Se dovessero verificarsi nuovi scenari economici avversi, questa diluizione potrebbe pesare molto sulla salute finanziaria di questi istituti negli anni a venire.

Poiché non sono ancora disponibili i dati relativi alle riserve di fluttuazione di valore per il 2022, non possiamo trarre conclusioni definitive. Tuttavia, alla luce dell'attuale contesto economico, caratterizzato da una chiara inversione della politica monetaria e da un forte aumento dei tassi d'interesse, sottolineiamo l'importanza di queste analisi per un sistema pensionistico ben capitalizzato e raccomandiamo di aggiornare regolarmente i dati per tipologia di fondo pensione.



4 Scenari economici

Il contesto economico e finanziario è cambiato radicalmente negli ultimi anni, in seguito al forte aumento dell'inflazione negli Stati Uniti e in Europa da un lato, e alla guerra in Ucraina, che ha alimentato l'impennata dei prezzi, dall'altro.

Nonostante questi sviluppi imprevedibili e l'incertezza che pesa sull'evoluzione dell'economia globale, gli scenari sviluppati nella presente PDN mostrano che le proiezioni elaborate nello studio per l'UFAS sono ancora pertinenti.

Si noti che gli scenari economici non devono essere utilizzati per fare previsioni basate sulle probabilità. Essi permettono semplicemente di evidenziare le conseguenze che alcuni possibili sviluppi dell'attività economica e dei tassi di interesse potrebbero avere sulla salute finanziaria del secondo pilastro. L'orizzonte temporale scelto per le proiezioni presentate in questo studio è di dieci anni, un periodo che permette di

attenuare le inevitabili fluttuazioni congiunturali e di considerare l'evoluzione completa di un ciclo economico, in linea con la prospettiva a lungo termine dei fondi pensione.

Costruzione degli scenari economici

Nello studio per l'UFAS abbiamo immaginato sette scenari, quattro di base e tre di stress, tutti sviluppati su un orizzonte temporale di dieci anni. Nel costruire i vari scenari, la sfida è quella di rispecchiare al meglio l'universo delle possibilità, sapendo al contempo identificare gli scenari più probabili o più rilevanti a partire dal contesto attuale.

Per tenere conto dell'evoluzione macroeconomica osservata negli ultimi due anni, abbiamo sviluppato due nuovi scenari di stress che considerano l'evoluzione dei mercati finanziari tra il 2021 e il 2022.



Scenari dello studio per l'UFAS (dati 2020)	Scenari della PDN (dati 2022)
<p>Scenari di base:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Scenario di normalizzazione: normalizzazione della situazione, attraverso un graduale aumento dei tassi di interesse e una riduzione dei livelli estremi di valutazione delle classi di attività. • Scenario dello status quo: continuazione della situazione attuale, con tassi di interesse stabili e negativi. • Scenario di continuazione: continuazione della tendenza osservata, con un ulteriore calo dei tassi di interesse. • Scenario di esplosione seguito da normalizzazione: in un primo tempo, forte aumento dei tassi; in un secondo tempo, fase di calo moderato dei tassi. <p>Scenari di stress:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Scenario di continuazione e poi di esplosione: in un primo tempo, estensione della tendenza osservata negli ultimi anni, con un ulteriore calo dei tassi di interesse; in un secondo tempo, fase di forte aumento dei tassi di interesse. • Scenario di shock sui tassi di interesse: in un primo tempo, forte aumento dei tassi di interesse; in un secondo tempo, i tassi di interesse rimangono ad un livello elevato. • Scenario di recessione: continuazione della tendenza osservata negli ultimi anni, con un ulteriore calo dei tassi di interesse, associato a una recessione economica. 	<p>Nuovi scenari di stress:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Scenario di stagflazione: in un primo tempo, accelerazione dell'inflazione a causa di shock successivi (per esempio, transizione ecologica, protezionismo, rilocalizzazione), con una crescita economica interrotta ma senza crollo e una stretta monetaria sempre sostenuta e vigorosa; in un secondo tempo, fase di normalizzazione. • Scenario di recessione: riproduce lo scenario degli <i>stress test</i> della Fed, utilizzati per valutare la resilienza delle banche, ossia una recessione economica seguita da un periodo senza ripresa (scenario in L), con una forte disinflazione dovuta a una grave recessione economica e all'allentamento delle politiche monetarie.

Modellare i rendimenti delle attività finanziarie con il metodo dei "building blocks"

Per ogni scenario sviluppato in questa PDN, abbiamo effettuato stime dei rendimenti attesi considerando l'universo di investimento dei fondi pensione svizzeri (Tabella 2). Questi calcoli sono stati effettuati utilizzando un cosiddetto "modello di generazione della performance finanziaria", costruito secondo un approccio "building blocks". Questa metodologia, comune nel settore finanziario, si basa su fonti accademiche (Fung & Hsieh, 2004; Nelson & Siegel, 1987; Shiller, 2005). È stata adottata anche da istituti di ricerca ed è utilizzata nella pratica da istituti bancari, economici e di consulenza (si veda lo studio per l'UFAS).

Nella Tabella 2 sono riportati i risultati dello scenario di normalizzazione e dei due scenari di stress sviluppati in questa PDN. Le performance indicate sono annualizzate su dieci anni e rappresentano quindi la performance annuale media attesa. Abbiamo anche mostrato le proiezioni dell'inflazione – con l'aumento dei prezzi stimato su base annua, per cinque anni e dieci anni – e i loro valori iniziali. Lo scenario peggiore, una recessione, comporta una performance di portafoglio annualizzata pari a -1,4% su dieci anni. In particolare, le obbligazioni guadagnano l'1,3%, le azioni perdono il 6,5% e il

settore immobiliare guadagna l'1,2%. Gli altri due scenari hanno rendimenti attesi molto simili tra loro, una situazione attribuibile al fenomeno della normalizzazione mantenuto in entrambi i casi.

Modellare le attività e le passività dei fondi pensione

La metodologia impiegata nella presente PDN è identica a quella utilizzata nello studio per l'UFAS, ossia una modellizzazione individuale di ciascun istituto di previdenza, su un orizzonte decennale, basata su una serie di ipotesi relative ai parametri chiave dell'economia e dei mercati. Questa proiezione del bilancio, sia per le attività che per le passività, si basa sui dati forniti dalla CAV PP alla fine del 2020. In particolare, la proiezione si basa su un'estrapolazione della situazione finanziaria di ciascun istituto alla fine del 2022, ossia gli impegni e il grado di copertura, nonché sulle caratteristiche di ciascun fondo (salari assicurati, contributi, tasso di conversione, basi tecniche, strategic asset allocation, ecc.).

Tabella 2 – Performance annualizzata delle principali classi di attività e di un portafoglio tipico – Per scenario

Performance annualizzata in base allo scenario economico

	Obbligazioni	Azioni	Immobiliare	Portafoglio
Normalizzazione (N)	2,4%	4,2%	3,7%	3,3%
Stagflazione (S)	2,1%	3,4%	1,8%	3,0%
Recessione (R)	1,3%	-6,5%	1,2%	-1,4%

Inflazione annualizzata per scenario economico (iniziale, a cinque e dieci anni)

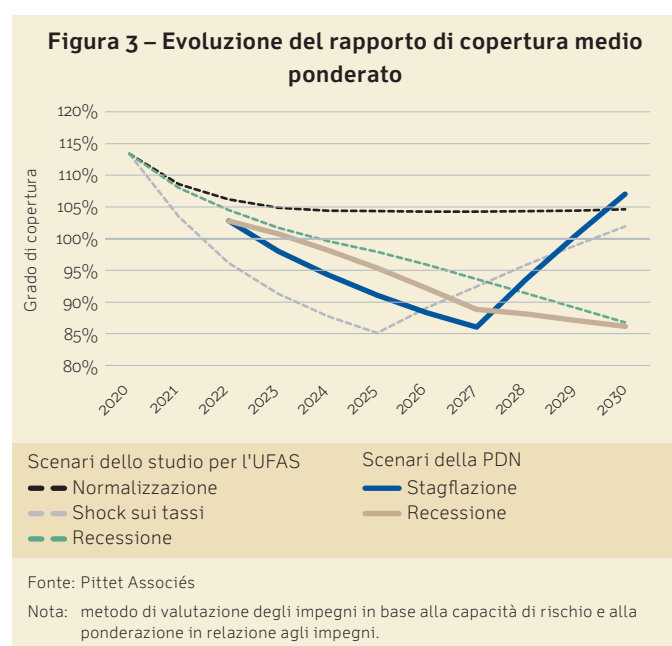
	Svizzera			Stati Uniti			Europa		
	Iniziale	5 anni	10 anni	Iniziale	5 anni	10 anni	Iniziale	5 anni	10 anni
(N)	2,8%	1,9%	1,0%	8,1%	5,0%	2,0%	8,0%	4,8%	1,5%
(S)	2,8%	3,5%	2,3%	8,1%	5,5%	3,8%	8,0%	5,5%	3,5%
(R)	2,8%	0,0%	0,0%	8,1%	1,3%	1,3%	8,0%	1,0%	1,0%

Fonte: Pittet Associés

Nota: portafoglio tipico: 37% obbligazioni, 30% azioni, 21% immobiliare, 12% altro (alternative, infrastrutture, liquidità).

5 Risultati delle proiezioni: nessun cedimento del secondo pilastro

I risultati delle analisi proiettive effettuate permettono di concludere che il sistema di finanziamento del secondo pilastro non deve essere messo in discussione, qualunque sia lo scenario di base previsto (Figura 3). Infatti, il grado di copertura rimane vicino o addirittura superiore al 105% nel lungo periodo, tranne in caso di recessione, quando i livelli raggiungono circa l'85%, il che corrisponde a un deficit di finanziamento di circa 150 miliardi di franchi a livello svizzero. È interessante notare che i due nuovi scenari di stress (stagflazione e recessione) delineano un quadro simile all'immagine presentata negli scenari di stress dello studio per l'UFAS (shock sui tassi di interesse e recessione). Questo aggiornamento permette di apprezzare la solidità del modello stabilito nel 2020, nonché le conclusioni dello studio per l'UFAS. Per motivi di leggibilità, nella Figura 3 non sono riportati tutti gli scenari.



In uno scenario di normalizzazione o di stagflazione, il rischio di cedimento del secondo pilastro può essere escluso in considerazione della percentuale quasi nulla degli impegni di previdenza con un livello di copertura inferiore al 90% dopo dieci anni (Tabella 3). Questa proporzione è simile, o addirittura inferiore, alla percentuale di istituti effettivamente sottofinanziati alla fine del 2020. Pertanto, la grande maggioranza degli istituti di previdenza sarebbe in grado di resistere a lungo termine agli shock finanziari insiti nei due scenari studiati. Va

notato che, nonostante lo scenario di stagflazione sia meno favorevole dal punto di vista economico rispetto allo scenario di normalizzazione, esso porta a un deterioramento meno marcato del secondo pilastro. Questo risultato, che può sembrare poco intuitivo, si spiega con il fatto che in una situazione di stagflazione si prendono in considerazione misure di risanamento più rapide rispetto a un contesto di normalizzazione.

Tabella 3 – Percentuale degli istituti per livello di copertura finale (orizzonte decennale), in % degli impegni di previdenza

	Normalizzazione Dati 2020		Stagflazione Dati 2022		Recessione Dati 2022	
	[90%; 100%]	Inferiore à 90%	[90%; 100%]	Inferiore à 90%	[90%; 100%]	Inferiore à 90%
Grado di copertura finale						
Universo completo	35%	1%	16%	0%	27%	68%
Fondazioni aziendali	13%	1%	7%	1%	52%	38%
Fondazioni collettive	69%	0%	18%	0%	6%	93%
Fondazioni comuni	22%	0%	5%	0%	10%	90%
Istituti di diritto pubblico senza garanzia statale	51%	2%	49%	0%	13%	87%

Fonte: Pittet Associés

Nel più pessimistico dei tre scenari, quello di una recessione, le fondazioni aziendali presentano le cifre migliori, con il 52% degli impegni previdenziali che hanno un indice di copertura compreso tra il 90% e il 100%. Gli altri tipi di fondazioni sono duramente colpiti dalla recessione prolungata prevista in questo scenario: circa il 90% degli averi pensionistici ha un indice di copertura inferiore al 90%!

Inoltre, va notato che le dimensioni di alcune fondazioni collettive hanno un impatto significativo sulla situazione finanziaria consolidata del secondo pilastro. Infatti, alla fine del periodo in esame e nello scenario di normalizzazione, in termini di numero di istituti, il 36% delle fondazioni collettive sarebbe sottocopertura (valore fuori tabella). Tra l'altro, gli impegni presi da questo 36% degli istituti rappresentano il 69% degli impegni totali di questo tipo di fondi pensione, una situazione che rivela un'elevata concentrazione dei rischi.

Il secondo pilastro è in grado di resistere agli scenari di stress previsti nel lungo periodo

In uno scenario di stress grave e duraturo, come una recessione decennale, i risultati delle proiezioni sono chiaramente sfavorevoli al secondo pilastro e lasciano prevedere una situazione peggiore di quella vista dopo la crisi finanziaria del 2008: nello scenario di recessione descritto in questa PDN il 68% degli impegni globali di previdenza avrebbe un grado di copertura inferiore al 90% dopo dieci anni.

Se uno scenario di recessione decennale, come quello sopra descritto, fosse seguito da un periodo di normalizzazione di cinque anni, la sostenibilità finanziaria del sistema di previdenza sarebbe garantita, a condizione che vengano adottate in anticipo le misure correttive. Infatti, un lungo periodo di recessione eserciterebbe una forte pressione finanziaria sui fondi pensione, costringendoli ad adeguare il loro livello di prestazioni, per esempio abbassando i tassi di conversione e riducendo il tasso

accreditato. In breve, anche in caso di recessione economica di lungo periodo, la sicurezza finanziaria del secondo pilastro sembra essere garantita da una revisione al ribasso di alcune prestazioni.

La salute finanziaria di un fondo dipende dalla copertura iniziale e dalle esigenze di performance

È interessante notare che, negli scenari economici studiati, le differenze di *asset allocation* osservate tra gli istituti di previdenza non sembrano avere un'influenza decisiva sulla loro salute finanziaria. Questa dipende piuttosto dal livello iniziale di copertura e dai requisiti di rendimento, che sono influenzati dalla dinamica dei tassi tecnici, dalla valutazione del bilancio e dai costi di mantenimento dei livelli dei tassi di conversione. Anche le analisi di sensibilità condotte nell'ambito dello studio per l'UFAS, simulando gli effetti di un'ulteriore assunzione di rischio nell'*asset allocation*, hanno confermato questi risultati.

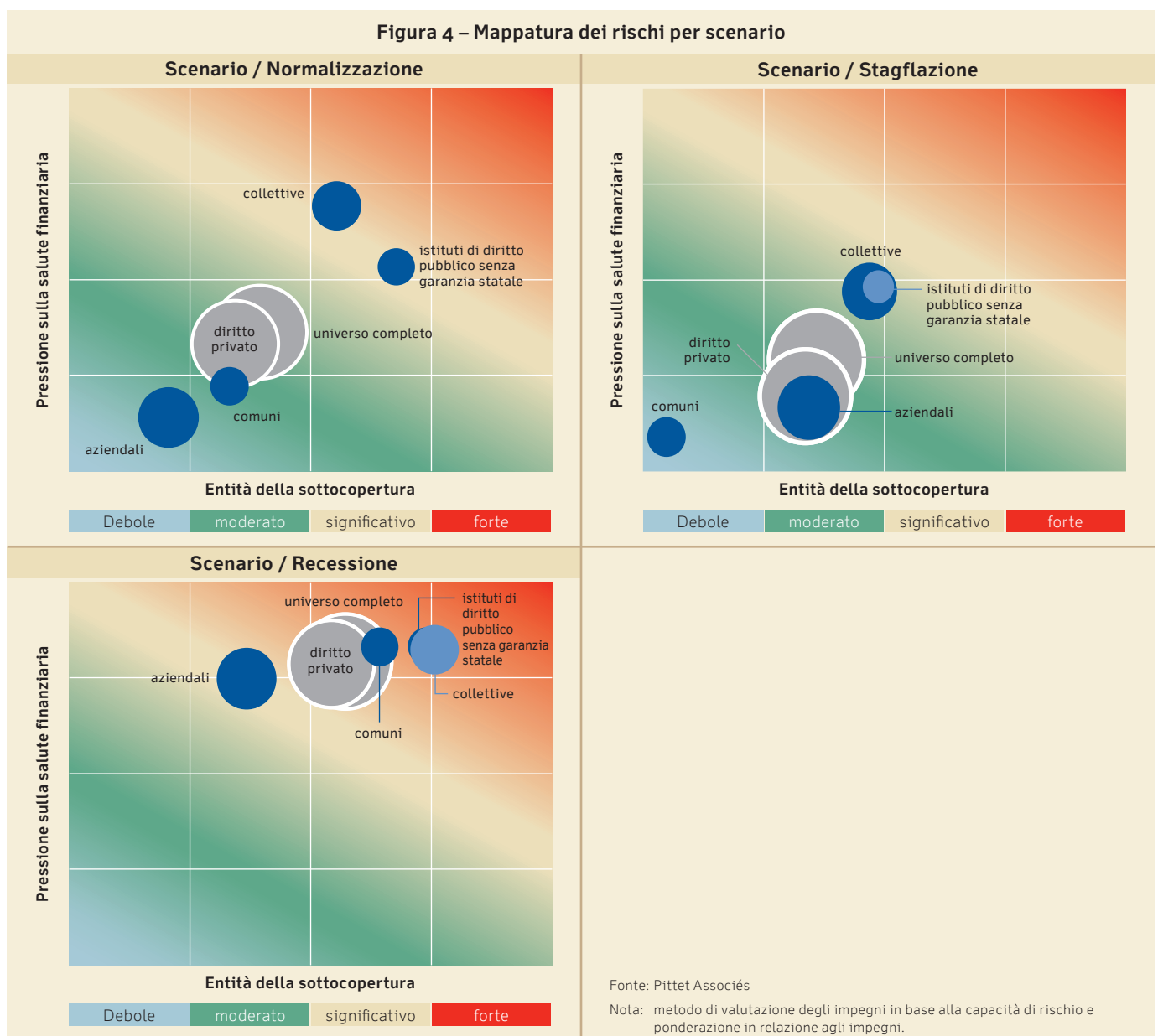


6 Mappatura dei rischi per tipologia degli istituti di previdenza

Un'ulteriore analisi dei risultati dello scenario di normalizzazione e degli scenari di stress (recessione e stagflazione) permette di individuare le tipologie degli istituti di previdenza più vulnerabili nei prossimi dieci anni.

La Figura 4 stabilisce la mappatura dei rischi per gli scenari di normalizzazione, recessione e stagflazione. L'asse verticale misura la pressione sulla salute finanziaria degli istituti,

ovvero la proporzione, ponderata in funzione degli impegni di previdenza, dei fondi pensione in una situazione di sottocopertura dopo 10 anni. L'asse orizzontale misura l'entità della sottocopertura, ossia il rapporto tra la sottocopertura dei fondi e gli impegni previsti, pure dopo 10 anni. Più questi valori sono alti, più la situazione è rischiosa. Infine, la dimensione delle bolle rappresenta il patrimonio gestito per ogni tipo di istituto di previdenza.



In base ai criteri di rischio considerati, che sono la pressione sulla salute finanziaria e l'entità della sottocopertura, le fondazioni collettive e gli istituti di diritto pubblico senza garanzia statale costituiscono complessivamente le tipologie di fondi pensione più rischiose, indipendentemente dallo scenario analizzato.

Constatiamo anche che, nello scenario di recessione, tutte le fondazioni si trovano nella zona rossa più rischiosa del quadrante, quella che mette in pericolo il sistema pensionistico (*pension-at-risk*), mentre uno scenario di stagflazione ridurrebbe notevolmente il rischio finanziario di tutti gli istituti di previdenza, indipendentemente dalla loro tipologia.

Si noti ugualmente che lo scenario di stagflazione è più salutare di quello di normalizzazione. Il motivo è che una fase di stress di durata moderata, ossia cinque anni, come previsto nello scenario di stagflazione, costringerebbe i fondi pensione a intraprendere azioni correttive più rapide per ritrovare una buona salute finanziaria. Lo scenario di normalizzazione, invece, non comporterebbe alcuna misura, tenuto conto del contesto di status quo (*business-as-usual*).

Sulla base di questa mappatura dei rischi e delle analisi effettuate, si evidenziano i seguenti elementi:

- Il fattore principale che influenza la salute finanziaria prevista degli istituti di previdenza è il livello iniziale di copertura. Questo livello è generalmente più basso per le fondazioni collettive e gli istituti di previdenza di diritto pubblico senza garanzia statale rispetto agli altri fondi pensione. Il secondo fattore determinante è il livello dei tassi di conversione applicati, soprattutto se superiori al 6%.
- In uno scenario di normalizzazione, la situazione finanziaria degli istituti di previdenza di diritto pubblico senza garanzia statale e delle fondazioni collettive si deteriora in modo più significativo rispetto a quella delle fondazioni aziendali e delle fondazioni comuni.
- La mappa dei rischi mostra che in uno scenario di recessione tutti i fondi pensione sono a rischio e che anche le fondazioni comuni, che in uno scenario di normalizzazione presentano cifre migliori rispetto alle fondazioni collettive, sono sottoposte a una notevole pressione finanziaria.
- Anche le dimensioni hanno un'influenza importante sulla situazione finanziaria. Come accennato in precedenza, il rischio sostenuto dai grandi istituti di previdenza è una sfida importante. Occorre quindi prestare particolare attenzione al fenomeno della concentrazione sempre più marcata nel contesto generale del secondo pilastro e, in particolare, al maggior rischio sostenuto dalle grandi fondazioni collettive.

7 Percorsi per migliorare e rafforzare la stabilità finanziaria del secondo pilastro

Alla luce di quanto sopra, e nonostante la comprovata solidità del secondo pilastro, raccomandiamo di esplorare i seguenti percorsi per migliorare e rafforzare la stabilità finanziaria di questo sistema:

- Garantire un finanziamento strutturalmente adeguato delle prestazioni erogate. I risultati delle analisi della sensibilità condotte mostrano chiaramente che i requisiti di rendimento, i quali dipendono in particolare dai tassi di conversione regolamentari degli istituti di previdenza, sono la pietra angolare della stabilità a lungo termine del secondo pilastro. Il vincolo di un tasso di conversione LPP del 6,8% oppure del 6,0% esercita una pressione finanziaria sul sistema pensionistico professionale svizzero nel suo complesso, che dovrebbe essere alleviata da un finanziamento aggiuntivo. Dal punto di vista attuariale, questo finanziamento dovrebbe essere coperto dai contributi piuttosto che dalla *performance*, in modo da garantire la sicurezza strutturale da un lato e ridurre i bisogni di prestazioni dall'altro.
- Studiare soluzioni per limitare la diluizione del grado di copertura in caso di affiliazione. Dimostriamo che il fenomeno della concentrazione degli istituti di previdenza, con la conseguente diluizione dei livelli di copertura, è un problema importante per la stabilità del secondo pilastro. Infatti quando nuovi datori di lavoro entrano a far parte di fondazioni collettive e di fondazioni comuni, gli accantonamenti tecnici e le riserve di fluttuazione di valore non vengono generalmente finanziate, in parte per mancanza di fondi e in parte a causa delle norme che regolano la liquidazione e la liquidazione parziale. Detto questo, l'introduzione di misure volte a limitare la diluizione del grado di copertura ridurrebbe probabilmente le opportunità per le aziende di cambiare istituto di previdenza.
- Rafforzare il quadro di vigilanza standardizzando i processi di controllo degli investimenti. In termini di gestione dei rischi di investimento, notiamo che mentre i parametri attuariali, come la situazione finanziaria e la contabilità annuale, sono periodicamente monitorati da un organo indipendente (rispettivamente gli esperti accreditati in materia di previdenza professionale e gli organi di revisione), l'attività relativa all'investimento del patrimonio è paradossalmente lasciata sotto la sola responsabilità del Consiglio di fondazione (cfr. LPP art. 51a cpv. 2 let. m e n), senza che sia definito un organo che eserciti un controllo indipendente e si assuma la responsabilità civile e penale. Un quadro uniforme per il processo di controllo degli investimenti, sia sul piano attuariale, sia contabile, rafforzerebbe il monitoraggio della gestione dei rischi a livello di investimenti. A questo proposito, raccomandiamo anche di esaminare diverse opzioni che permettono di rafforzare il controllo del processo di investimento, come per esempio:
 - La nomina di un organismo indipendente per garantire l'adeguatezza dell'*asset allocation*.
 - La definizione di scenari economici standard per i fondi pensione e il loro regolare monitoraggio (per esempio annuale, come nel caso di questa PDN), al fine di disporre di strumenti di indirizzo solidi e pertinenti.
 - L'elaborazione di indicatori chiave per il processo di investimento e il loro regolare monitoraggio per ogni istituto di previdenza.

Riferimenti bibliografici

Credit Suisse. (2023). Indice dei fondi pensione svizzeri di Credit Suisse.

<https://www.credit-suisse.com/ch/fr/unternehmen/institutional-clients/pensionskasse.html>

Fung, W., & Hsieh, D. (2004). Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach. *Financial Analysts Journal*, 60(5), 65–80.

<https://doi.org/10.2469/faj.v60.n5.2657>

Nelson, C. A., & Siegel, A. F. (1987). Parsimonious Modeling of Yield Curves. *The Journal of Business*, 60(4), 473.

<https://doi.org/10.1086/296409>

Ufficio federale delle assicurazioni sociali. (2022). *Rapporto di ricerca sugli effetti di un periodo prolungato di bassi tassi di interesse sulla previdenza professionale*.

<https://www.bsv.admin.ch/bsv/fr/home/publications-et-services/forschung/forschungspublikationen.exturl.html?lang=fr&lnr=07/22#pubdb>

Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance: Second Edition*. Princeton University Press.

UBS. (2023). *Performance dei fondi pensione*.

<https://www.ubs.com/microsites/focus/fr/markets/2022/pension-fund-performance.html>

Glossario tecnico

Grado di copertura: rapporto tra il patrimonio netto previdenziale (totale delle attività meno le passività) di un istituto di previdenza e i suoi impegni attuariali (capitali previdenziali degli assicurati attivi, dei pensionati e degli accantonamenti tecnici). Un grado di copertura superiore al 100% indica una **capitalizzazione completa** dell'istituto di previdenza. Al contrario, un grado di copertura inferiore al 100% indica una **capitalizzazione parziale** del fondo pensione.

Impegni di previdenza: promesse di prestazioni future fatte dai fondi pensione ai propri assicurati, il cui valore è riportato nel passivo del bilancio degli istituti.

Riserve di fluttuazione di valore: riserve costituite dai fondi pensione per compensare le perdite di valore delle attività finanziarie registrate sui mercati dei capitali. Queste riserve sono iscritte al passivo del bilancio degli istituti. Ogni istituto di previdenza deve definire un obiettivo di livello di riserve, che dipende dal livello di rischio della strategia di investimento scelta, dalla capacità di rischio dell'istituto di previdenza e dall'avversione al rischio del Consiglio di fondazione.

Aliquote di conversione: tasso utilizzato per determinare l'importo della rendita annuale in base al capitale di vecchiaia accumulato all'età del pensionamento.

Tasso di interesse minimo legale ai sensi della LPP: tasso di remunerazione degli averi di vecchiaia corrispondente al minimo LPP o legale. Questo tasso è fissato annualmente dal Consiglio federale.

Terzo contribuente: i rendimenti dell'investimento del patrimonio. Gli istituti di previdenza sono finanziati dal datore di lavoro (1° contribuente), dall'assicurato (2° contribuente) e dai risultati finanziari (3° contribuente).

Definizioni dei diversi tipi di istituti di previdenza:

Istituto di previdenza di diritto pubblico senza garanzia statale: istituto di previdenza organizzato secondo il diritto pubblico federale, cantonale o comunale, al quale è affiliato almeno un datore di lavoro di diritto pubblico (comune, cantone, ecc.) e che è soggetto al sistema di capitalizzazione completa* (l'ente di diritto pubblico non garantisce più le prestazioni dell'istituto di previdenza, come sarebbe richiesto per gestire un istituto secondo il principio della capitalizzazione parziale*).

Fondazione aziendale: istituto di previdenza a cui è affiliato solo il fondatore (sia esso un singolo datore di lavoro, un gruppo, una holding o una società madre).

Fondazione collettiva**:

istituto di previdenza a cui sono affiliati diversi datori di lavoro che, di norma, non hanno legami economici o finanziari tra loro. Le unità contabili separate sono costituite da uno o più datori di lavoro affiliati. La caratteristica principale di un istituto collettivo è la pluralità di unità contabili che, di solito, hanno tassi di copertura individuali e non creano solidarietà tra loro. Il patrimonio investito può essere gestito congiuntamente o separatamente per ciascuna unità contabile.

Fondazione comune**:

istituto di previdenza a cui sono affiliati diversi datori di lavoro che, di norma, non hanno legami economici o finanziari tra loro. Le caratteristiche di un istituto comune sono una gestione congiunta dell'investimento del patrimonio e un'unità contabile comune, che consente di presentare un tasso di copertura comune.

Fondo per i beneficiari di rendite: fondo di previdenza con solo beneficiari di rendite o con una percentuale estremamente ridotta di capitale pensionistico per gli assicurati attivi.

*: termini definiti nel lessico tecnico p. 14

**:

definizioni utilizzate dalla CAV PP nel suo censimento annuale

Swiss Finance Institute

Con il sostegno dei suoi fondatori – il settore bancario svizzero, la Confederazione svizzera e le principali università svizzere – lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove in modo competitivo la ricerca e l'insegnamento di prim'ordine in ambito bancario e finanziario in Svizzera. Unendo l'eccellenza accademica all'esperienza pratica, l'SFI contribuisce al potenziamento della piazza finanziaria svizzera.

Questa pubblicazione è stata stampata su carta sostenibile "Refutura", certificata con l'Angelo Blu.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
info@sfi.ch, www.sfi.ch

