

STUDIO ATTUARIALE VISINTIN &
ASSOCIATI - SAVA SRL

Novembre 2023

White Paper

IORP II

Il rischio di inflazione nei
Fondi Pensione

STEFANO VISINTIN

ANDREA TAMARO

LUCA MAIO

Introduzione

Tra i principali rischi associati ai Fondi Pensione e alle forme di previdenza di primo pilastro (di seguito, genericamente, FP) vi è il **rischio di mercato**, che rappresenta una “macro-classe” di rischi strettamente legati alla gestione degli investimenti e delle passività dei FP. Nonostante non sia presente una sua definizione universale, il rischio di mercato può essere inteso, in termini generali, come il rischio legato alla dipendenza del valore del patrimonio dei FP all’andamento dei mercati finanziari.

È doveroso ricordare che i **rischi di mercato vengono sopportati solamente dai FP autogestiti**; nel caso in cui la fase di accumulo e di erogazione delle prestazioni fosse gestita mediante stipula di contratti assicurativi (ammesso solamente nel secondo pilastro), il rischio di mercato è detenuto dall’Assicuratore, mentre ai FP rimane in capo il rischio di insolvenza della Società Assicurativa.

In questo documento è trattata **una delle principali componenti del rischio di mercato**, ovvero il **rischio di inflazione**. Questo rischio, nonostante spesso venga categorizzato nel rischio di mercato, in verità ha anche impatti su altri aspetti previdenziali, come ad esempio il valore nominale delle prestazioni (nei casi in cui le prestazioni sono adeguate all’inflazione) e il valore reale delle stesse (ovvero il loro potere d’acquisto).

Nell’ultimo anno si è osservato un rapido aumento dei prezzi al consumo, che ha riportato all’attenzione la necessità di monitorare l’effetto dell’inflazione sul rendimento degli investimenti e sulle prestazioni dei FP.

In figura si riporta l’indice **HICP** di inflazione **italiana** (linea rossa) ed **europea** (blu).

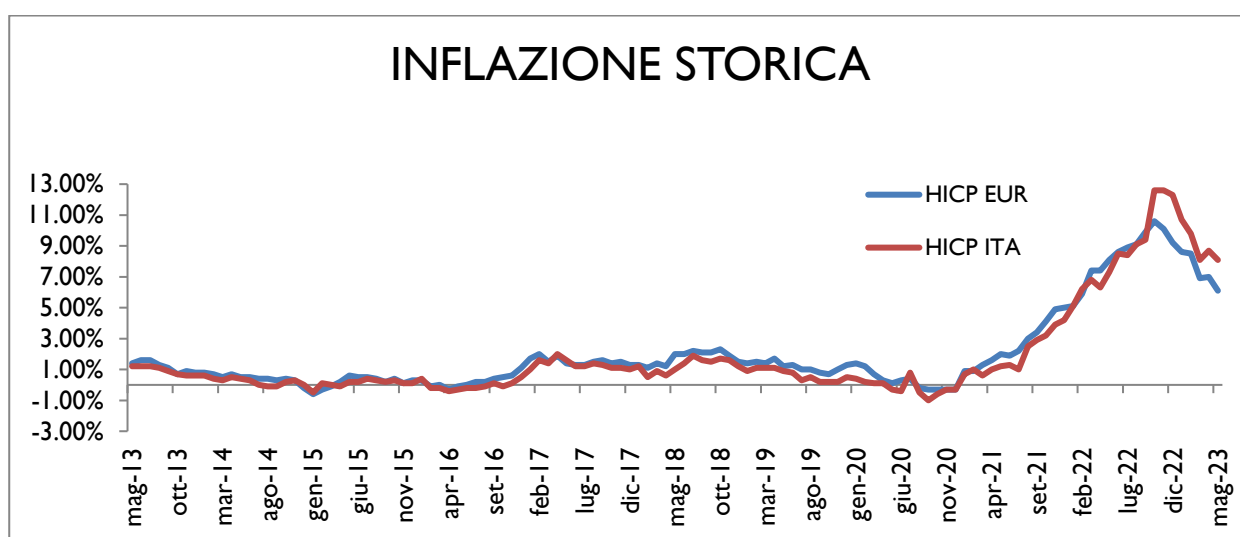


Figura 1: andamento storico dell’indice di inflazione italiana ed europea dal 2010 al 2022

Impatto sugli attivi e sui passivi del FP

Come anticipato, l'inflazione può impattare negativamente sul valore degli investimenti e tra le classi che risentono maggiormente dell'aumento dei prezzi vi è quella degli investimenti in obbligazioni a tasso fisso in quanto l'inflazione ne può erodere velocemente il valore reale.

A **periodi di alta inflazione** e quadri macroeconomici complessi come quelli odierni di solito corrispondono:

- **movimenti rialzisti dei tassi di interesse**, con conseguente deterioramento del valore degli strumenti a tasso fisso;
- **aumento della volatilità del mercato**, fattore che può aumentare il rischio di liquidità, ovvero la capacità dei FP di liquidare posizioni in modo rapido ed efficiente;
- qualora i periodi di inflazione alta fossero prolungati, si potrebbero registrare sensibili **aumenti dei costi** sostenuti dai FP.

Il rischio di inflazione, inoltre, grava in maniera rilevante anche sulle future prestazioni pensionistiche nelle seguenti due accezioni:

- Se i FP garantiscono l'adeguamento al tasso di inflazione, un incremento del tasso comporta un aumento nominale del valore delle prestazioni da erogare (rischio in capo ai FP);
- Se i FP non garantiscono l'adeguamento al tasso di inflazione, il pensionato riceverà un importo nominale uguale nel tempo, con una conseguente erosione del valore d'acquisto di anno in anno.

Si riporta di seguito una tabella di riepilogo delle principali casistiche di contribuzione e prestazioni, dettagliando nei vari casi da chi (e in che termini) è sostenuto il rischio di inflazione.

	Fase di accumulo contributivo	Fase di erogazione rendite
FP a contribuzione definita – pagamento rendite rivalutate all'inflazione	1.A. Rischio di inflazione sopportato da iscritti e beneficiari, in termini di perdita del valore d'acquisto del montante contributivo	1.B. Rischio di inflazione sopportato dai FP, che devono rivalutare le prestazioni in ottica consolidata.
FP a contribuzione definita – pagamento rendite <u>non</u> rivalutate all'inflazione	2.A. Rischio di inflazione sopportato da iscritti e beneficiari, in termini di perdita del valore d'acquisto del montante contributivo	2.B. Rischio di inflazione sopportato da iscritti e beneficiari, in termini di perdita del valore d'acquisto della prestazione pensionistica
FP a prestazione definita	3. Sulla base della regola di calcolo della prestazione definita e della (eventuale) garanzia di rivalutazione al tasso di inflazione, il rischio può essere sostenuto dagli aderenti, dai FP o da entrambi.	

Tabella 1: soggetti che sopportano il rischio di inflazione nelle varie fasi (accumulo ed erogazione) in funzione della struttura organizzativa. Nella tabella non sono considerati i casi in cui l'accumulo e/o l'erogazione della rendita sono gestiti tramite polizza assicurativa, in quanto il rischio è detenuto dall'assicuratore.

Come misurare il rischio di inflazione?

Particolarmente utile per misurare l'esposizione dei FP al rischio di inflazione è la metodologia di stress testing, intesa come l'analisi deterministica dell'effetto di una variazione dei tassi di inflazione sulla "variabile risposta d'interesse".

Coerentemente con il sistema di governo adottato e con la tipologia di prestazioni previste dallo Statuto dei diversi FP, possono essere definite diverse "variabili risposta d'interesse":

- **Tasso di sostituzione:** un aumento del tasso di inflazione può incidere sul rapporto tra ultimo stipendio e prima rata della prestazione previdenziale;
- **Funding ratio:** per i FP a prestazione definita con prestazioni rivalutate all'inflazione, un aumento del tasso di inflazione (attuale o prospettico) può incidere sull'equilibrio patrimoniale e tecnico dei FP;
- **Potere d'acquisto:** una rivalutazione della pensione diversa (e inferiore) al tasso di inflazione tende, sul lungo periodo, ad erodere il potere d'acquisto della prestazione pensionistica.

In termini di gestione del rischio, **esistono diverse strade che i FP possono intraprendere per mitigare gli effetti di incrementi sul lungo periodo del tasso di inflazione**. In funzione delle specificità organizzative e della tipologia di garanzie di rivalutazione prestate, le soluzioni da adottare possono essere molto diverse.

Tra le più diffuse sul mercato ci sono le analisi di ALM, ovvero sulla base della proiezione stocastica dei possibili andamenti dei mercati e delle variabili macroeconomiche (tramite scenari economici stocastici):

- viene simulato il rendimento degli attivi dei FP sulla base di specifiche *Asset Allocation*;
- sono analizzati i flussi previdenziali coerenti con i rendimenti di cui al punto precedente e degli scenari economici sottostanti;
- vengono analizzate le "variabili risposta di interesse".

Le analisi di ALM permettono quindi di analizzare congiuntamente attività e passività e fornire soluzioni atte a mitigare, per quanto possibile, il rischio in oggetto. Il risultato dell'analisi è l'*asset allocation strategica (AAS)* di portafoglio, ovvero la scelta di investimenti ottimale, che minimizza una certa misura di rischio (ad es. VaR, CVaR) in relazione ad una specifica variabile risposta di interesse.

Conclusioni

Il rischio derivante da un incremento del tasso di inflazione rappresenta una componente particolarmente importante dei rischi di mercato, con effetti rilevanti anche in termini di prestazioni previdenziali.

Fare analisi di sensitività è una delle metodologie più utilizzate per misurare l'esposizione dei FP o degli aderenti, in base alla struttura organizzativa.

L'*Asset Liability Management (ALM)*, metodologia di gestione degli attivi e passivi in ottica integrata, può dare sia indicazioni aggiuntive sull'esposizione dei FP/aderenti al rischio di mercato (in termini di distribuzione di probabilità), sia soluzioni per mitigare tale rischio tramite l'analisi di *Asset Allocation Strategica*.

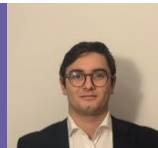
Per ulteriori informazioni riguardo la gestione del rischio nei Fondi Pensione di secondo pilastro, nelle Casse e negli Enti di Previdenza di primo pilastro siamo a Vostra disposizione.



Stefano Visintin
Senior manager
stefano@studio-visintin.it



Andrea Tamaro
Senior Actuary
tamaro@studio-visintin.it



Luca Maio
Junior actuarial consultant
maio@studio-visintin.it

STUDIO ATTUARIALE Visintin & Associati



Trieste sede Legale e Operativa

Via San Lazzaro, 2
34122 Trieste
Telefono +39 040 36.17.03
Fax +39 040 37.20.432

Milano sede Operativa

Via Monferrato, 1
20144 Milano
Telefono e Fax +39 02 76.31.70.40

Email: attuari@studio-visintin.it