

Un vincolo inutile

Fondi pensione, investimenti all'estero ed economia italiana

Di Silvio Bencini

Comprate italiano

«Abbiamo la doppia emergenza del debito e della crescita. Occorre una grande mobilitazione del risparmio presente nel paese, quello dei grandi investitori istituzionali».¹

«Oggi il patrimonio cumulato di oltre 500 fondi pensione si aggira sui 100 miliardi. Ma questo stock dà un contributo irrisorio all'economia nazionale [...]. Per quanto siano autorevoli le cattedre da dove si predica la religione dei fondi, la realtà è quella che è. E allora vale la pena di azzardare un ripensamento».²

Queste sono due citazioni, fra le tante voci che si sono alzate negli ultimi mesi per chiedere che il risparmio previdenziale “faccia la sua parte” nell'aiutare il paese a uscire dalla crisi.

I timori per il collocamento del debito pubblico, la scarsità di risorse per gli investimenti in infrastrutture e la stretta del credito bancario alle imprese hanno indotto alcuni osservatori e operatori a proporre di cercare le risorse mancanti dove in questi anni si sono gradualmente accumulate, e cioè nel sistema della previdenza integrativa.

Questa idea si basa su una constatazione: in tutto il mondo gli investitori istituzionali sembrano dimostrare, nella costruzione dei loro portafogli, una tendenza a preferire gli investimenti domestici, o “di casa”, molto più pronunciata che in Italia.

Questa tendenza è nota con il nome di *home bias* (HB) e poiché appare inspiegabile agli studiosi di finanza è considerata un *puzzle*, col che si parla di *home bias puzzle* (HBP).

Una presunta esterofilia dei fondi italiani giustificherebbe perciò qualche azione da parte del potere politico finalizzata ad aumentare il peso di azioni, titoli di Stato, obbligazioni emesse da soggetti italiani.

A rafforzare l'argomento di chi chiede una “restituzione” di risorse all'economia nazionale c'è che gran parte dell'accantonamento ai fondi pensione viene dal Trattamento di fine rapporto (TFR), che per le imprese è sempre stato una fonte di finanziamento a costo contenuto. Dopo la riforma del 2006, le imprese

1 F. Fubini, “Il Tesoro cerca acquirenti per i Btp – Nel mirino le pensioni integrative” (Dichiarazione del sottosegretario all'economia Pierpaolo Baretta), *La Repubblica*, 18 ottobre 2013.

2 M. Mucchetti, “Pensione integrativa, ma pubblica”, *Il Sole 24 Ore*, 14 giugno 2013.

Silvio Bencini, CAIA, CFA, PRM ha un'esperienza trentennale in ambito finanziario. Dal 2012 è partner di European Investment Consulting, società specializzata nella consulenza a investitori istituzionali e in particolare ai fondi pensione negoziali.

sopra i 50 dipendenti ne vengono private anche se il lavoratore non sceglie una forma pensionistica integrativa, e l'equivalente del TFR viene trasferito all'INPS nel cosiddetto "Fondo di Tesoreria".³

Per indennizzare le imprese dal venir meno di questa fonte di finanziamento era stato stabilito che il Fondo di Tesoreria sarebbe stato usato per una serie di investimenti a favore dello sviluppo. Nei fatti queste risorse sono state destinate a finanziare indistintamente la spesa pubblica, al punto da indurre la Corte dei Conti a parlare di «esproprio senza indennizzo». ⁴

Pensando però alle conseguenze che i vincoli di portafoglio e i limiti all'investimento estero hanno avuto, fino a poco più di vent'anni fa, sulla crescita del debito pubblico, questa tendenza d'opinione appare pericolosa, e perciò merita di essere analizzata con attenzione.

Di seguito si affronta la questione in cinque punti:

- 1) Che cos'è l'*home bias* nel mondo, perché è considerato un *puzzle* e che tendenza dimostra;
- 2) Se sia vero che i fondi pensione italiani hanno un *foreign bias* anziché l'*home bias* che contraddistingue numerosi altri paesi;
- 3) Qual è l'interesse degli iscritti;
- 4) Se imporre ai fondi pensione di comprare attività italiane, più di quanto sia corretto fare in una logica di portafoglio efficiente, sia risolutivo dei problemi della finanza pubblica e del *credit crunch*;
- 5) Perché, comunque, è importante che i fondi pensione entrino nel nuovo mercato dei fondi chiusi destinati a credito, infrastrutture e *private equity*.

Una tendenza a "giocare in casa"

Se vale il cosiddetto *International Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) l'investitore di ogni nazione ha un solo portafoglio obiettivo col quale confrontarsi, quello che contiene tutte le *asset class* investibili nel mondo ponderate per la loro capitalizzazione sul mercato, il cosiddetto "portafoglio di mercato", con l'importante raccomandazione di coprire, in tutto o in parte, il rischio di cambio.⁵

Ogni altra scelta è una scelta "attiva", cioè fatta perché si ritiene che i rendimenti dei paesi o segmenti di mercati nei quali investiamo di più siano superiori a quelli impliciti nel mercato.⁶

Perciò, quando si parla di HB ci si riferisce non al peso assoluto dei titoli domestici rispetto a quelli internazionali, ma al peso *relativo rispetto all'indice di mercato*: un investitore americano che abbia in portafoglio il 50% di azioni locali non avrebbe nessun HB, visto che la borsa statunitense pesa nell'indice globale circa il 40 o più del 50% a seconda che si considerino o meno i paesi emergenti nell'insieme dei mercati.

3 Visto che oltre la metà dei lavoratori dipendenti italiani lavora in aziende con meno di 50 dipendenti, questo fatto è una spiegazione della scarsa adesione alla previdenza complementare.

4 Corte dei Conti, "Determinazione e relazione della Sezione del controllo sugli enti sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria dell'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale (INPS) per l'esercizio 2010", pp. 130-131.

5 F. Black, "Universal Hedging: Optimizing Currency Risk and Reward in International Equity Portfolios", *Financial Analyst Journal*, July-August 1989.

6 C.P. Chia, "Quantifying the Cost of *Home bias* – A Japan Perspective", MSCI Barra Research Insights, 2009.

Il *puzzle* nasce dalla constatazione che nel mondo gli investitori privati e istituzionali detengono investimenti domestici in misura molto superiore a quanto sarebbe giustificato dalla teoria.

L'HBP è stato per la prima volta messo in evidenza, nel 1991, da due studiosi americani, Kenneth French e James Poterba.⁷ All'epoca prevalevano (non solo in Italia) vincoli di vario tipo all'investimento estero, col che il *puzzle* si spiegava facilmente con la normativa in vigore.

Negli anni successivi l'internazionalizzazione dei mercati dei capitali, la diffusione della cultura "di portafoglio" e l'evoluzione della normativa hanno indotto una riduzione significativa dell'*home bias*.

Già nel 1997 un documento dell'OCSE invitava i governi a consentire ai fondi pensione di approfittare dei benefici della diversificazione internazionale.⁸

Nel documento si osservava anche come fosse poco o nulla fondata l'affermazione, frequente in queste discussioni, che il localismo dei fondi pensione sarebbe un fattore di sviluppo dei mercati finanziari nazionali.

A quest'orientamento culturale si è uniformata anche la regolamentazione degli investimenti dei fondi pensione italiani (il Decreto legislativo n. 703 del 1996) che non pone nessun vincolo di investimento minimo in attività italiane, e limita la diversificazione internazionale ai soli titoli quotati in mercati di paesi appartenenti all'OCSE (il che esclude numerosi ma non tutti i paesi emergenti, e alcuni mercati sviluppati, come Hong Kong). Da rilevare l'estrema apertura verso il rischio di cambio, definita dal limite minimo di attività denominate nella valuta di denominazione delle passività del fondo pari al 30% (il legislatore, insomma, accetta fino al 70% di attività denominate in valute diverse dalla lira e poi dall'euro).

Lo spirito della diversificazione internazionale è stato confermato nella Direttiva Europea 41/2003 IORP,⁹ nella quale si afferma che «(gli enti pensionistici) possono anche beneficiare dei vantaggi di una diversificazione internazionale. Occorre quindi non restringere gli investimenti in azioni, nei mercati dei capitali di rischio e in valute diverse da quelle in cui sono espresse le passività, salvo per motivi prudenziali».¹⁰ La Direttiva afferma inoltre che «Le restrizioni alla libera scelta da parte degli enti pensionistici aziendali e professionali dei gestori e dei depositari autorizzati limitano la concorrenza nel mercato interno e dovrebbero quindi essere rimosse».¹¹

Un recente studio della società di consulenza Tower Watson, che si riferisce ai fondi pensione di alcuni paesi fuori dall'area euro, mostra una tendenza alla riduzione

7 K.R. French - J.M. Poterba, "Investor Diversification and International Equity Market", *American Economic Review*, 81 (2), 1991.

8 H. Reisen, "Liberalising Foreign Investments by Pension Funds: Positive and Normative Aspects", OECD Development Centre Technical paper n. 120, January 1997.

9 M.H.N. Bakker, "European Pension Funds and Home Bias – Geographical Asset Allocation in Light of the Three Goals set by the European Commission", Netspar Theses, June 2013.

10 Comunità Europea, Direttiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, Considerando n. 33.

11 Comunità Europea, Direttiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, Considerando n. 35.

dell'*home bias* soprattutto per quanto riguarda le azioni, il cui peso scende, in media, dal 65% del 1998 al 46% nel 2012.¹²

Se si considera l'insieme delle attività finanziarie, nel periodo 1988-2008 l'HB sulle azioni è passato dal 90 al 63% a livello mondiale, e dall'80 al 50% in Europa. Una riduzione meno pronunciata si osserva nelle obbligazioni, dove l'*home bias* passa dal 88 al 78% nel mondo, e dal 83 al 65% in Europa.¹³

La tendenza è più evidente in alcuni paesi più piccoli. In Olanda, dove il patrimonio dei fondi pensione è pari a diverse volte il PIL, dal 1992 al 2006 il peso di titoli locali sul totale del portafoglio dei fondi pensione è sceso dal 37 al 13%.¹⁴ Una tendenza ancora più forte verso l'eliminazione dell'HB si nota, ad esempio, nei fondi pensione danesi.¹⁵

Esterofili o casalinghi?

A prima vista i fondi italiani sembrano decisamente "esterofili". A fine 2012 solo il 31% degli attivi della previdenza complementare era investito in Italia.¹⁶

La maggior parte (30%) era investita in titoli di Stato e obbligazioni, cioè poco meno della metà (49%) del totale, mentre per le azioni la quota italiana era appena lo 0,9%, cioè il 6,25% dei titoli di capitale.¹⁷

Sono valori a prima vista certamente bassi, che inducono alcuni osservatori alle dichiarazioni citate in apertura. Ma è corretto dire che i fondi pensione sono eccessivamente "esterofili"? No, e per due motivi.

Il primo è che, con il passaggio all'euro, la distinzione fra "locale" ed "estero" si è modificata. Tendenzialmente si considera "locale" l'investimento nella propria area valutaria, che di norma coincide con i confini nazionali e la sovranità monetaria.

La crisi degli ultimi anni l'ha fatto dimenticare, ma la creazione della moneta unica ha (aveva) creato un mercato d'investimento locale per tutti gli investitori molto più grande dei singoli paesi. Per questo, la componente obbligazionaria del *benchmark* della maggior parte dei fondi pensione fa ormai riferimento a indici obbligazionari dell'area euro, non dell'Italia (con grande beneficio, peraltro, per i fondi pensione durante la crisi del 2011). Ma se si considera "locale" l'investimento nell'area euro, la prospettiva cambia.

Considerando i soli fondi negoziali, per i quali "Assofondipensione" pubblica statistiche più dettagliate di portafoglio, a fine 2012 i titoli italiani e dell'area euro avevano un peso dell'85% sul totale di titoli di Stato e obbligazioni e del 37% sul totale delle azioni.¹⁸

12 Tower Watson, "Global Pension Asset Study 2013".

13 N. Coeurdacier - H. Rey, "Home bias in Open Economy Financial Macroeconomics", *Journal of Economic Literature*, LI (1), March 2013.

14 G. Rybbaniy - I.P.P. van Lelyveld - W.F.C. Verschoor, "Home bias and Dutch Pension Funds' Investment behavior", *The European Journal of Finance*, 2013. Per l'Olanda si parla, addirittura, di *negative home bias*.

15 D. Billigham, "Danish pension fund goes beyond home bias", 2013, in www.top100ofunds.com.

16 COVIP, "Relazione annuale 2012", p. 33.

17 Il peso delle azioni italiane sarebbe probabilmente ancora inferiore se si tenesse conto della quota investita in OICR, che sono normalmente orientati a investimenti esteri. Nei dati citati successivamente, riferiti ai soli fondi negoziali, si tiene conto anche di questo.

18 Assofondipensione, "Report Statistico, Quarto trimestre 2012".

Il secondo motivo è che per decidere se un portafoglio è troppo o troppo poco investito nelle attività domestiche abbiamo bisogno di un termine di paragone, che può essere il “portafoglio di mercato globale” del ICAPM o qualche altro *benchmark* di mercato.

Negli ultimi dieci anni i fondi pensione negoziali hanno adottato *benchmark* azionari prevalentemente internazionali. Come risulta da una recente ricerca di Mefop, solo 4 fondi su 38 fondi negoziali hanno inserito nei loro mandati indici del mercato azionario italiano, e mai con un peso superiore al 10%. Su un totale di 181 fra fondi pensione negoziali, aperti e PIP, solo 13 fondi hanno indici italiani nei loro *benchmark*.¹⁹

Se si ragiona rispetto a un *benchmark* di mercato, l'HB deve essere misurato in termini proporzionali al peso del proprio paese nell'indice.²⁰

Ora, il mercato azionario italiano pesa circa il 2% dell'indice globale, circa il 6% dell'indice delle borse europee e il 15% dell'area euro. Perciò, con un peso del 5,5% di azioni italiane sul totale delle azioni i fondi negoziali italiani hanno un forte *home bias* rispetto all'indice globale, sono neutrali rispetto alle borse europee ed “esterofili” rispetto alle borse dell'area euro.

Il fatto è che le borse dell'area euro, tutte insieme, pesano circa il 12% dell'indice globale, a causa sia delle condizioni di partenza, sia della pessima *performance* relativa rispetto a quella americana negli ultimi anni. *Performance* relativa che è stata ancora peggiore per la borsa italiana.

Insomma, aderire ai principi di un corso base di finanza ha consentito agli iscritti dei fondi pensione negoziali di avere rendimenti significativamente superiori a quelli che avrebbero avuto se fossero rimasti sul mercato italiano.

Per quanto riguarda le obbligazioni, invece, l'HB c'è già, ed è elevato. Assumendo che “casa nostra” sia l'area euro, i titoli di Stato italiani pesano circa il 45%, contro un peso del nostro paese di circa il 22% negli indici di mercato *investment grade* dell'area euro.

Qual è l'interesse degli iscritti?

Ovviamente, si può osservare che il problema è nel *benchmark*: i fondi pensione hanno scelto indici internazionali seguendo la moda degli anni a cavallo fra i due secoli, e hanno sbagliato. Si può sempre imporre per legge, o persuadere, i fondi pensione ad adottare *benchmark* con un più alto peso della componente domestica.²¹

A questi propositi si possono fare due considerazioni.

La prima è che il dovere fiduciario degli amministratori di un fondo pensione è di costruire per i propri iscritti il portafoglio più “efficiente”, cioè quello che assicuri nel lungo periodo la più elevata crescita della posizione previdenziale, con la minore volatilità possibile. Teoria e dati affermano che un portafoglio più diversificato internazionalmente è più efficiente di un portafoglio meno diversificato, soprattutto nelle azioni, dove il rischio di cambio è una componente piccola del rischio totale, e i benefici di diversificazione sono rilevanti.²²

19 S. Luzi, “Gli investimenti a sostegno del sistema paese: la ricerca di un equilibrio tra rendimento, rischio e responsabilità sociale”, presentazione al Mefop del 30 ottobre 2013 su “Finanziare la crescita del paese: quali opportunità per il portafoglio degli investitori previdenziali”.

20 M. Dahlquist - L. Pikowitz - R. Stulz - R. Williamson, “Corporate Governance and the *Home bias*”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 2003, pp. 87-110.

21 Alcuni fondi pensione negoziali lo fanno già nella componente obbligazionaria, riservando in un modo o nell'altro un trattamento particolare ai titoli dello Stato italiano.

22 La differenza di volatilità fra l'indice della sola borsa italiana e l'indice delle borse mondiali, pur

La seconda è che nel valutare qual è l'allocazione ottimale fra azioni e obbligazioni, e fra titoli domestici e titoli esteri, l'iscritto al fondo pensione integrativo deve considerare *tutta la ricchezza*. Perciò, in primo luogo non solo quella investita nel fondo pensione integrativo, ma anche l'intera ricchezza finanziaria. In secondo luogo non solo la ricchezza finanziaria, ma anche quella costituita dal valore attuale atteso dei redditi che si riceveranno da oggi alla pensione (il valore del cosiddetto "capitale umano"), e, infine, la "ricchezza pensionistica" cioè il valore a oggi del nostro credito verso l'INPS. Negli Stati Uniti, dove la *social security* non è la componente più importante della "ricchezza pensionistica" questo elemento rimane in secondo piano, ma in Italia è assolutamente prevalente.

Stando ai dati della Banca d'Italia, a fine 2012 i fondi pensione rappresentavano meno del 2% della ricchezza delle famiglie italiane.²³

Se si tiene conto di altri intermediari più presenti nel patrimonio degli italiani, il peso dell'Italia sul totale del portafoglio è ben maggiore. Le compagnie di assicurazione, ad esempio, hanno il 67% delle riserve investito in titoli di Stato, obbligazioni e azioni italiane.²⁴

Tenendo conto di tutte le altre componenti della ricchezza finanziaria, si può stimare che l'"estero", inteso come tutto ciò che non è Italia, rappresenti al massimo il 17% della ricchezza finanziaria delle famiglie, percentuale che sale al 22% se si considera la ricchezza netta.²⁵ Insomma, l'Italia conferma l'HB di tutti gli altri paesi.

Ma è quando si considera anche il "capitale umano" che la diversificazione internazionale della ricchezza previdenziale appare ancora più giustificata.

L'idea di considerare il capitale umano come parte della ricchezza dell'individuo risale all'inizio degli anni '70.

Per capitale umano si intende il valore attuale di tutti i salari che l'individuo percepirà nel corso della sua vita attiva e a fronte dei quali potrà accantonare la sua posizione previdenziale.

Tenere conto del capitale umano nel calcolo della ricchezza finanziaria ha due implicazioni.

Una è sul peso delle azioni all'interno del portafoglio nel corso del tempo. Se si considera la somma di tutte le retribuzioni future e se si assume che sia "sicura", allora l'individuo, nel corso della sua carriera, può permettersi di allocare alle azioni molto di più di quanto non farebbe se considerasse solo la sua ricchezza finanziaria. Man mano che si avvicina l'età della pensione, il peso della ricchezza finanziaria cresce e quello del capitale umano diminuisce, dunque l'allocazione di portafoglio deve diventare più prudente. Se si tiene conto della previdenza obbligatoria, la componente di *asset* "sicuri" (in senso molto teorico, considerando i cambiamenti dell'ordinamento negli ultimi anni) è ancora maggiore, e perciò ancora meno è necessario ridurre la componente azionaria. È l'approccio di allocazione detto del "ciclo di vita" o "life cycle".

correndo il rischio di cambio, è significativa. Nel periodo dal dicembre 1999 al novembre 2013 la volatilità dei rendimenti mensili della borsa italiana è stata del 21,5%, mentre quella dell'indice delle borse dei paesi sviluppati è stata pari al 14,8%.

23 Banca d'Italia, "Relazione per l'anno 2012", p. 179.

24 Il peso è così elevato che il 26 novembre 2013 l'agenzia di *rating* Standard & Poor's ha sollevato il problema dell'impatto di una crisi del debito del Tesoro italiano sulla stabilità di Assicurazioni Generali.

25 Banca d'Italia, "Relazione per l'anno 2012", p. 228.

L'altra è sulla *composizione* del portafoglio fra attività domestiche ed estere. Tanto più retribuzione e posto di lavoro “covariano” con l'andamento del mercato azionario, tanto minore deve essere il peso delle azioni domestiche nel portafoglio del fondo pensione dell'iscritto. A fine anni '90 Baxter e Jermann avevano mostrato che se si tiene conto di questo fattore di rischio i lavoratori residenti dovrebbero detenere ancora meno attività domestiche, e perciò l'HBP diventa ancora più strano.²⁶

L'articolo ha dato luogo a un ampio dibattito e a numerose critiche, e altri che si sono succeduti in questi anni hanno proposto modelli che cercano di razionalizzare l'HBP.²⁷

Recentemente, tre economiste del CeRP di Torino²⁸ hanno raggiunto risultati analoghi, mostrando che tenere conto del rischio associato alla retribuzione e al mercato del lavoro implica un'allocatione del portafoglio azionario che può essere significativamente diversa da quella dell'indice globale.

Ad esempio, a fine 2006 per un lavoratore statunitense sarebbe stato ottimale avere il 51% di azioni USA rispetto a un peso (allora) nel *benchmark* del 42%, ma per un lavoratore italiano il peso ottimale sarebbe stato una posizione *negativa* del 7% contro un peso dell'Italia nell'indice di circa il 2%.

Nel caso di un lavoratore dipendente questa concentrazione di rischio è del tutto evidente: è già esposto al 100% sul rischio Italia con il proprio lavoro e con il suo credito verso l'INPS e, se ce l'ha, con la sua abitazione. Come sanno bene tutti coloro che il lavoro l'hanno perso, vedono la pensione allontanarsi o la casa più tassata.

In conclusione, l'esterofilia dei fondi pensione italiani è in realtà efficienza di portafoglio, e a ben vedere, anche qui, se correttamente misurato, è presente un *home bias*.

Un vincolo di portafoglio può aiutare l'azienda Italia?

La crisi del debito sovrano nell'area euro ha aperto un dibattito sulla capacità dei mercati di trovare da soli un equilibrio, e probabilmente di questo dibattito sono anche figlie le dichiarazioni che abbiamo citato all'inizio.

Da un lato, i mercati dei titoli di Stato di un'unione monetaria sono più fragili e più esposti a crisi di liquidità “auto realizzantesi” che non i paesi con un propria sovranità monetaria.²⁹

Questo è evidente dal modo come si sono mossi gli *spread* nel corso dei tredici anni dell'euro, per dieci anni ignorando il rischio di credito rappresentato dai diversi disavanzi pubblici, poi esagerandone l'importanza.³⁰

Dall'altro lato, la teoria degli “equilibri multipli” insegna, sulla scorta di quanto si osserva nelle crisi bancarie, che un paese può trovarsi, a parità di condizioni fondamentali iniziali, in due situazioni completamente diverse: un equilibrio “buono” nel quale i mercati ritengono che pagherà il debito, il costo del debito è quindi basso, il disavanzo non cresce e il debito viene effettivamente ripagato; e un equilibrio “cattivo”, nel quale

26 M. Baxter - U. Jermann U., “The International Diversification Puzzle is worse than you think”, *American Economic Review*, 87 (1), 1997.

27 L'articolo di Coeurdacier e Rey, già citato, contiene un'ampia sintesi della letteratura.

28 C. Fugazza - M. Gioré - G. Nicodano, “International diversification and industry-related labor income risk”, *International Review of Economics and Finance*, 20 (4), 2011.

29 P. De Grauwe P. “The Governance of a Fragile Eurozone”, CEPS Working Documents, May 2011.

30 P. De Grauwe, Y. Ji “Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Euro Zone”, working paper, January 2012.

i mercati ritengono che la probabilità di un default è alta, il costo del debito e il disavanzo salgono e così le probabilità di un default aumentano ancora di più.³¹

In questo contesto i mercati possono rimanere chiusi nell'equilibrio "cattivo" anche se lo Stato nazionale inizia le misure fiscali per correggere il disavanzo, e hanno bisogno che un'entità esterna intervenga.

Ma nel dibattito questa entità è la Banca Centrale Europea, e l'efficacia del suo intervento è diventata massima quando il governatore Draghi ha dichiarato di essere disposto a fare "tutto il necessario" per salvare mercati del debito ed euro.

Dati gli ordini di grandezza in gioco, invece, difficilmente un "vincolo di portafoglio" ai fondi pensione potrebbe risolvere i problemi per i quali viene suggerito.

Con i suoi 100 miliardi circa di patrimonio e 11 di flussi annui, il mondo della previdenza complementare è "piccolo" rispetto ai flussi finanziari dell'economia italiana.

Nel 2012 le emissioni lorde di titoli di Stato sono state circa 480 miliardi di euro, quelle nette circa 47 miliardi.³²

Il *gap* di finanziamenti alle imprese, dovuto al *deleveraging* del sistema bancario è stimato fra i 90 e i 200 miliardi di euro nei prossimi 5 anni.

I flussi di investimento di portafoglio da e verso l'estero hanno avuto in certi anni dimensioni superiori a quelle di tutti i fondi negoziali, e in entrambi i sensi. Gli investitori esteri che hanno abbandonato l'Italia nel 2011 e nel 2012 (100 miliardi circa di disinvestimenti), nei 10 anni precedenti avevano investito in titoli italiani oltre 600 miliardi, coprendo così la crescente internazionalizzazione dei portafogli domestici.

Ovviamente, se i fondi pensione fossero più grandi e avessero in portafoglio più azioni – caratteristiche tipiche dei fondi negli altri paesi sviluppati – ci sarebbe più spazio anche per azioni e obbligazioni emesse da società italiane. Ma, a meno di non immaginare un radicale cambiamento di indirizzo, la maggior parte di quelle azioni e obbligazioni sarebbero, ancora una volta, estere.³³

Cosa possono e devono fare i fondi pensione?

La discussione intorno al contributo che i fondi pensione potrebbero dare al rilancio dell'economia ruota intorno a un tema più specifico, e cioè all'investimento in fondi chiusi.

Con questo termine si intendono veicoli di investimento che, avendo come obiettivo l'acquisto di attività illiquide (immobili, azioni di società non quotate, infrastrutture o contratti di gestione di infrastrutture, prestiti a medio lungo termine) hanno un ciclo di vita predeterminato, con una fase di investimento e una di graduale distribuzione del capitale e degli utili agli investitori.

31 M.A. El-Erian, M. Spence, "Systemic Risk, Multiple Equilibria and Market Dynamics – What You Need to Know and Why", *PIMCO Viewpoint*, March 2012.

32 Anche se sono "piccole" rispetto al debito pubblico o alle emissioni nette le vendite di titoli di Stato dei fondi pensione possono comunque avere un impatto negativo, soprattutto in un momento di crisi, magari scatenato da un declassamento del *rating* dell'Italia a "sub-investment grade". In questo contesto la Circolare Covip del luglio 2012 che invitava a evitare automatismi nell'applicazione del *rating* appare del tutto comprensibile ed in linea con l'idea di creare una barriera ai "cattivi equilibri" a cui si è accennato.

33 Anche il documento conclusivo del gruppo di lavoro "Idee per la crescita", promosso dall'Università Bocconi e dall'EIEF della Banca d'Italia auspica, correttamente, sia un'estensione delle adesioni, sia un maggiore peso di azioni e obbligazioni *corporate* nei portafogli dei fondi.

Questo tipo di investimenti ha una serie di caratteristiche che li rendono molto adatti al portafoglio dei fondi pensione, tanto che rappresentano il 27% del patrimonio dei fondi americani e il 16,5% dei fondi europei.³⁴

Anche se la normativa consente dal 1996 l'investimento in fondi chiusi fino al 20% del patrimonio,³⁵ i fondi pensione italiani hanno fino ad oggi investito in questi veicoli in misura marginale (pressoché nulla nel caso dei fondi negoziali), e inferiore al peso che anche il più prudente consulente assegnerebbe a questi investimenti.³⁶

Si apre dunque uno spazio sicuramente interessante, che concilia il bisogno dei fondi pensione di rendimenti più elevati con bassa volatilità con la domanda di finanziamenti dell'economia italiana.

Il tutto, di nuovo, ricordando che l'obiettivo deve essere l'efficienza del portafoglio.

Da un lato, perciò, lo spazio per i fondi chiusi sarà tanto più ampio e giustificato quanto efficiente e diversificata sarà la parte liquida del portafoglio.

Dall'altro lato, ai fondi chiusi si applicano gli stessi criteri di diversificazione degli investimenti tradizionali. I grandi gestori internazionali offrono prodotti che hanno un orizzonte d'investimento europeo o globale, e quando il veicolo è locale viene a sua volta inserito in un fondo di fondi o in un portafoglio adeguatamente diversificato. Perciò, una gestione razionale del patrimonio investirebbe in fondi chiusi con una prospettiva almeno europea,³⁷ col che si riaprirebbe la questione dell'inadeguato *home bias* dei fondi italiani.

Il mercato del credito e delle infrastrutture non può svilupparsi se non attraendo i flussi di capitale che dall'estero sono pronti a cogliere le opportunità offerte dal *credit crunch* nel Sud Europa, dalle migliaia di PMI italiane in cerca di capitale per crescere e dal deficit infrastrutturale accumulato, in questi anni, in diversi paesi europei.

In questo ambito, i fondi pensione possono dare un contributo importante, sia spingendo affinché le operazioni siano, come si dice, "di mercato", cioè che presentino un'opportunità di guadagno indipendentemente da considerazioni politiche sia agendo come primi investitori rispetto agli investitori esteri.

A queste condizioni un poco di HB da parte dei fondi pensione italiani potrebbe costituire un'opportunità per l'economia italiana.

34 Society of Pension Consultants - Old Mutual *Asset Management*, "US versus European Pension Fund Allocation to Alternatives", 2013. Secondo lo studio già citato di Tower Watson, nel periodo 1995-2012, il peso degli investimenti alternativi nel portafoglio dei fondi pensione dei 13 paesi presi in considerazione è cresciuto dal 5 al 19%.

35 Art. 4, c. 1 lett. b) del Decreto del Ministro del Tesoro 21 novembre 1996 n. 703.

36 Questo anche perché negli anni si è affermato il principio per il quale i fondi pensione sono autorizzati a compiere questo tipo di investimenti solo se dimostrano di possedere competenze interne e strutture organizzative adeguate alla loro complessità.

37 È ciò che ha fatto il fondo pensione Eurofer, che ha allocato una parte del patrimonio a un fondo immobiliare con orizzonte d'investimento l'area euro, anziché l'Italia.

IBL Focus

CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.