

Il valore delle rendite

di

OLIVIA S. MITCHELL^(*)

Signore e Signori, membri dell'Accademia Nazionale dei Lincei, è un grande piacere per me essere con voi oggi in questa Sede ove opera una delle più antiche cittadelle della scienza e del sapere del mondo moderno. Sono profondamente onorata di ricevere questo premio che è stato benevolmente assegnato ad Elsa Fornero ed a me per i nostri studi su rischio ed assicurazione.

Con queste osservazioni desidero condividere alcuni brevi concetti che spiegano le ragioni per cui ritengo che la mia ricerca possa rivestire interesse nel contesto europeo. Quando la Regina Madre britannica è scomparsa, all'età di 101 anni, ricordo di aver pensato che molti di noi devono prendere in considerazione la possibilità di vivere fino ad un'età molto avanzata. Parecchio si è detto sull'invecchiamento globale e sull'impatto che sotto molti aspetti questo fenomeno ha sull'economia e sulla società. Una delle conseguenze più importanti deriva dal fatto che si sta delineando sempre più la necessità di calcolare come mantenere uno standard di vita adeguato al termine dell'attività lavorativa e per un periodo di tempo che potrebbe durare 20, 30, 40 o addirittura 50 anni. E' per questo motivo che individuare soluzioni che consentano di evitare le difficoltà economiche durante la vecchiaia

^(*) Alla prof.ssa Mitchell – Docente di Insurance Risk Management presso l'International Foundation of Employee Benefit Plans della Wharton School, Università della Pennsylvania – è stato assegnato il Premio Internazionale INA-Accademia Nazionale dei Lincei per le Scienze assicurative 2003, conferito *ex aequo* per l'Economia e Finanza delle Assicurazioni private.

Hanno parzialmente contribuito alla ricerca illustrata nella presente relazione i seguenti organismi: Pension Research Council at the Wharton School; National Bureau of Economic Research; Economic and Social Research Institute of Japan; Johann Wolfgang Goethe Universität, Lehrstuhl für Investment, Portfolio Management und Alterssicherung.

Alla ricerca hanno collaborato alcuni degli autori indicati nella bibliografia.

diventa essenziale, ed a questo obiettivo ho dedicato il mio lavoro di ricerca nel corso degli ultimi 25 anni. La domanda di base che si pongono coloro che lavorano nel campo è: in quale modo i mercati finanziari possono aiutare a gestire il c.d. “rischio longevità” in una prospettiva di popolazioni sempre più longeve?

E' in tale contesto che gli assicuratori hanno elaborato i contratti di rendita vitalizia. Si tratta di prodotti finanziari che permettono agli anziani di proteggersi dal “rischio” di vivere più a lungo rispetto alla durata del loro patrimonio. Ciò avviene attraverso la mutualità, affidando cioè una certa somma di denaro ad un gestore di servizi finanziari che poi ripartisce il rischio su un gran numero di persone al fine di garantire a chi sopravvive una rendita per tutta la vita. Questa forma di rendita vitalizia assume particolare valore allorché un notevole numero di persone vive oltre la propria aspettativa di vita. Un maschio americano sessantacinquenne deve prevedere un'aspettativa di vita di 81 anni ma, qualora utilizzasse il suo patrimonio pianificando di non disporre più di denaro a 81 anni, con ogni probabilità trovandosi ancora in vita a quell'età desidererebbe aver consumato meno! In effetti circa un quinto degli uomini e quasi un terzo delle donne vivono fino all'età di 90 anni ed oltre. E la copertura del rischio di vivere “troppo a lungo” è precisamente ciò che i contratti di rendita debbono garantire.

Le rendite vitalizie sono prodotti comuni in Europa, poiché esistevano già nel 1300. Oggi le rendite sono mirate all'accumulazione di fondi piuttosto che alla loro decumulazione. Ad esempio, negli USA esse sono soprattutto un investimento che consente benefici fiscali. Va detto però che negli ultimi anni è aumentato l'interesse internazionale verso i mercati delle rendite e ciò può essere messo in relazione anche all'insostenibilità dei sistemi di previdenza sociale - come è avvenuto in America Latina - ove oltre una dozzina di Paesi hanno abbandonato un sistema pensionistico ormai insolvente per adottarne uno nuovo a contributi definiti. Ad esempio il Cile ha un sistema pensionistico privato a livello nazionale da oltre 20 anni e sta iniziando ora ad affrontare con crescente attenzione la gestione della fase di pagamento delle pensioni. Anche in Europa, con il graduale movimento verso una riforma pensionistica, l'attenzione si concentrerà sui pagamenti delle rendite.

Valutazione delle rendite

Il valore finanziario di una rendita può essere espresso in termini di ciò che gli economisti chiamano il suo “valore in denaro” e per determinarlo occorre comparare il premio di assicurazione con il valore attuale del vitalizio promesso al sottoscrittore. Ad esempio, una polizza vita a premio unico pari a 100.000 euro garantirebbe ad un sessantacinquenne una rendita annuale di circa 6.800 euro. In questo caso il valore in denaro è rappresentato dal rapporto fra l’odierno valore presunto del flusso annuale delle rendite ed il suo prezzo di acquisto.

In pratica non è sempre semplice mettere a punto prodotti che abbiano “valore in denaro”, poiché ottenere dati di mortalità, elementi per la determinazione dei premi ed informazioni sui pagamenti è spesso difficile. Anche la diversità di struttura rende difficoltosa la comparazione fra i vari tipi di prodotto. Ad esempio, è possibile garantirsi una rendita versando un premio unico o premi annuali per più anni. Allo scadere del contratto la rendita potrà essere ad importo fisso o variabile. Per rendere l’analisi comparabile, abbiamo analizzato le rendite vitalizie immediate a premio unico.

In questi calcoli teniamo presenti anche le differenze del tasso di mortalità tra i vari Paesi. Utilizzando come parametro le tavole riferite alla popolazione maschile USA di oltre anni 65, la nostra analisi indica che il Canada, l’Australia e gli USA hanno andamenti di mortalità molto simili, il Giappone invece ha un tasso molto più basso. L’Italia e la Germania registrano valori di mortalità sostanzialmente più alti. Abbiamo qualche indicazione di selezione avversa nelle tavole di mortalità di sottoscrittori di rendite, e ciò è dovuto al fatto che chi sceglie un prodotto di questo tipo ha una maggiore consapevolezza circa la propria aspettativa di vita, e i fatti confermano che in tali casi la durata di vita è molto più lunga. La nostra analisi su oltre 60 Paesi indica che il tasso di mortalità femminile è inferiore del 35% rispetto a quello maschile USA. Abbiamo inoltre indicazioni che sia in Italia che in Germania i beneficiari di rendita hanno una mortalità più alta rispetto alle tavole USA, mentre gli stessi in Svizzera, Australia, Canada e Giappone sono sotto il parametro USA. In effetti in Italia i tassi di mortalità dei beneficiari maschi di rendita, per qualche ragione, appaiono sostanzialmente più alti di quanto previsto dalla norma internazionale. Naturalmente questi risultati non implicano necessariamente che in quei Paesi i premi o le stime siano errati in quanto gli attuari usano ipotesi diverse per formare le tariffe. Comunque, è sicuramente necessario migliorare i dati per calibrare meglio i risultati.

Tornando alle stime del valore in denaro, la mia ricerca indica che in Australia, Canada, Svizzera, Regno Unito e USA una persona può aspettarsi di incassare almeno il 90% di quanto versato se sottoscrive un contratto di rendita a premio unico. I risultati mostrano anche che la selezione avversa, i caricamenti ed i costi amministrativi gravano per meno del 10% sul premio. I dati sono ancor più favorevoli per l'assicurato se vengono utilizzate percentuali calcolate in base alle tavole di mortalità dei beneficiari di rendita. Negli USA, ad esempio, il rapporto valore in denaro/tavole di sopravvivenza dei beneficiari di rendita è di circa il 93% per uomini e donne, contro le percentuali dell'81-85% riferite alle tavole della popolazione in generale. La differenza dell'8-12% indica il grado di selezione avversa e dà la misura di quanto più a lungo vivano i sottoscrittori di rendite rispetto alla popolazione in generale. La restante percentuale del 7% mostra che gli assicuratori USA applicano caricamenti e costi relativamente bassi; nel precedente decennio la percentuale era pari al doppio.

Un'altra domanda di grande interesse per chi offre questo tipo di prodotto è quanto i consumatori riluttanti a rischiare sarebbero disposti a pagare per "acquistare" la tranquillità offerta da un'assicurazione di rendita. Generalmente il valore assicurativo delle rendite viene calcolato valutando la quantità di ulteriore ricchezza di cui avrebbe bisogno un pensionato privo di rendita per sentirsi sicuro come se l'avesse. Attraverso ipotesi ragionevoli, vediamo che un pensionato che non possiede un flusso regolare di reddito sarebbe disposto a rinunciare a metà della sua ricchezza totale per poter mantenere un tenore di vita correlato a quello che avrebbe con una rendita vitalizia reale (protetta cioè dall'inflazione). Un pensionato la cui ricchezza è stata già dimezzata (perché, ad esempio, percepisce una pensione corrisposta dalla previdenza sociale) sarebbe comunque disposto ad investire un terzo del proprio capitale per mantenere un standard di vita simile a quello che gli verrebbe da una rendita.

Il futuro del mercato delle rendite

In passato il mercato delle rendite è stato poco significativo, ma riteniamo che ci sia notevole spazio per una crescita futura. Un motivo risiede nel fatto che il grado di selezione avversa è relativamente basso, così come i caricamenti relativi a tale prodotto. Da aggiungere poi che i tassi di mortalità continuano a scendere e la longevità effettiva potrebbe essere addirittura più alta di quella delle statistiche ufficiali. Inoltre i pensionati sapranno apprezzare sempre più prodotti in grado di tutelarli dal pericolo di "sopravvivere" all'esaurimento del

proprio patrimonio, tenuto conto anche della crisi nel lungo termine dei sistemi pensionistici pubblici e privati in Europa e nelle Americhe. Prevediamo pertanto che mercati delle rendite ben gestiti e a costi ragionevoli avranno un'attrattiva sempre più crescente e la concorrenza tra gli assicuratori contribuirà a contenerne i prezzi.

Alcuni consulenti finanziari potrebbero consigliare agli anziani di non scegliere le rendite, offrendosi di gestire il loro denaro al fine di ottenere rendimenti più alti rispetto a quelli "promessi" dagli assicuratori. Altri ancora potrebbero suggerire di ricorrere alle rendite sia per continuare a beneficiare del potenziale rialzo dei portafogli titoli, sia nella prospettiva di una minore incidenza dell'inflazione rispetto a quanto accade per le rendite fisse. Alcuni anziani poi sono riluttanti a trasformare in rendita il loro patrimonio in quanto hanno bisogno di una certa liquidità per affrontare eventuali spese mediche o per aiutare i figli. Molte di queste obiezioni possono essere superate dando al prodotto una nuova struttura. Ad esempio taluni assicuratori hanno progettato schemi a due livelli: il primo prevede un vitalizio che sarà corrisposto fino a quando il pensionato godrà di buona salute, il secondo - di importo maggiore - subentrerà in caso di disabilità certificata dal medico specialista. Si stanno diffondendo inoltre le polizze di rendita protette dall'inflazione collegate ad obbligazioni indicizzate.

E' evidente che il legislatore potrebbe attivarsi maggiormente per un migliore funzionamento dei mercati delle rendite, attraverso, per esempio, l'integrazione tra normative previdenziali ed assicurative. Alcune norme nazionali prevedono che gli assicuratori continuino ad utilizzare tavole di mortalità divenute ormai obsolete e a fronte di garanzie minime ma non realistiche. Un'altra questione riguarda la garanzia di liquidità e solvibilità nel lungo periodo degli assicuratori: la mancanza di un'efficace regolamentazione può avere un effetto destabilizzante sui lavoratori e sui pensionati che pensano di sottoscrivere un contratto di rendita a lungo termine. Un ulteriore aspetto è legato alla politica fiscale. Negli USA la maggior parte del mercato delle rendite è attualmente orientato verso prodotti ad accumulazione rispetto a quelli a decumulazione, però dato che le rendite variabili sono esenti fiscalmente - fatto che viene sempre sottolineato dagli assicuratori - i recenti provvedimenti fiscali in materia di redditi e proprietà immobiliari hanno ridotto il relativo fascino delle rendite rispetto ai fondi comuni d'investimento. In Francia la politica fiscale ha scoraggiato i datori di lavoro dal creare fondi a sostegno delle future pensioni ed ha incoraggiato i pensionati ad accettare pagamenti in unica soluzione piuttosto che una rendita versata periodicamente. In Portogallo è prevista la trasformazione in rendita dei due terzi di quanto

versato dal lavoratore; per i prodotti Riester tedeschi la trasformazione in rendita deve avvenire all'età di 85 anni, mentre nel Regno Unito all'età di 75. E' chiaro che il legislatore può fare molto per incentivare il mercato e ridurre la selezione avversa.

Conclusioni

Questa ricerca ha diverse implicazioni. In primo luogo il mercato delle rendite è destinato a rafforzarsi a seguito dell'allungamento della vita, dei tagli alle pensioni e dello sviluppo di nuovi prodotti finanziari. In secondo luogo una politica governativa lungimirante può fare molto per incrementare il mercato delle rendite: con la creazione di adeguati database sull'andamento della mortalità, con l'ottimizzazione della politica fiscale per diffondere sempre di più questi prodotti, con la richiesta di maggiore trasparenza nel rendere noti carichi e spese di gestione e con la diffusione di informazioni atte ad aumentare la consapevolezza dei pensionati sulla loro aspettativa di vita. I governi possono inoltre contribuire allo sviluppo di una maggiore liquidità dei mercati affinché le obbligazioni indicizzate a lungo termine siano in sintonia con i modelli di probabilità. Infine, come purtroppo ci siamo resi conto negli USA, potrebbero essere necessari organismi finanziari di controllo per rafforzare i mercati degli investimenti in generale e quelli delle rendite in particolare.

Desidero concludere esprimendo di nuovo il mio apprezzamento per la vostra attenzione con la citazione di Oscar Wilde che preferisco: "E' meglio avere un reddito duraturo piuttosto che avere fascino".

Vi ringrazio molto.

BIBLIOGRAFIA

- BODIE, ZVI, BRETT HAMMOND, & OLIVIA S. MITCHELL, eds. 2002. *Innovations in Financing Retirement*. Pension Research Council. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania Press.
- BROWN, JEFFREY, OLIVIA S. MITCHELL, & JAMES POTERBA. 2002. *Mortality Risk, Inflation Risk, and Annuity Product, in Innovations in Financing Retirement*.
- ZVI BODIE, BRETT HAMMOND, & OLIVIA S. MITCHELL, eds. Pension Research Council. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania Press: 175-197.
- BROWN, JEFFREY, OLIVIA S. MITCHELL, & JAMES POTERBA. 2000. *The Role of Real Annuities and Indexed Bonds in an Individual Accounts Retirement Program*. In *Risk Aspects of Investment-Based Social Security Reform*.
- JOHN CAMPBELL & MARTIN FELDSTEIN, eds. Chicago: University of Chicago Press: 321-360.
- BROWN, JEFFREY, OLIVIA S. MITCHELL, JAMES POTERBA, & MARK WARSHAWSKY. 2001. *The Role of Annuity Markets in Financing Retirement*. Cambridge, MA: MIT Press.
- BROWN, JEFFREY, OLIVIA S. MITCHELL, JAMES POTERBA, & MARK WARSHAWSKY. 1999. *Taxing Retirement Income: Nonqualified Annuities and Distributions from Qualified Accounts*. *National Tax Journal*. LII,3, September: 563-592.
- DUS, IVICA, RAIMOND MAURER, & OLIVIA S. MITCHELL, *Betting on Death and Capital Markets in Retirement: A Shortfall Risk Analysis of Life Annuities versus Phased Withdrawal Plans*. Wharton School, Pension Research Council Working Paper, 2004.
<http://rider.wharton.upenn.edu/~prc/wp2004.html>
- FIELDS, GARY S. & OLIVIA S. MITCHELL. *Retirement, Pensions, and Social Security*. Cambridge, MA: MIT Press, 1984.
- MCCARTHY, DAVID & OLIVIA S. MITCHELL. *Estimating International Adverse Selection in Annuities*. *North American Actuarial Journal*. October 2002: 38-54.
- MITCHELL, OLIVIA S. 2000. *Building an Environment for Pension Reform in Developing Countries*. In *Foundations of Pension Finance*. Zvi Bodie & E Phillip Davis, eds. London: Edward Elgar: 480-503.
- MITCHELL, OLIVIA S. 2002. *Developments in Decumulation: The Role of Annuity Products in Financing Retirement*. In *Ageing, Financial Markets and Monetary Policy*. A. Auerbach & H. Herrman, eds. Berlin: Springer-Verlag: 97-125.
- MITCHELL, OLIVIA S. 2000. *Developments in Pensions*. In *Handbook of Insurance*. Georges Dionne, ed. Kluwer Academic Publishers, Boston: 873-899.
- MITCHELL, OLIVIA S. BRETT HAMMOND, & ANNA RAPPAPORT. 2000. *Forecasting Retirement Needs and Retirement Wealth*. Pension Research Council. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania Press.
- MITCHELL, OLIVIA S. & DAVID MCCARTHY. FORTHCOMING. *Annuities for an Ageing World*. In *Developing an Annuities Market in Europe*. E. Fornero & E. Luciano, eds. Elgar: 19-68.
- MITCHELL, OLIVIA S., JAMES POTERBA, MARK WARSHAWSKY, & JEFFREY BROWN. 1999. *New Evidence on the Money's Worth of Individual Annuities*. *American Economic Review*. December: 1299-1318.
- MITCHELL, OLIVIA S. & KENT SMETTERS. *Developments in Risk Management for Retirement Security*. 2003. In *The Pension Challenge: Risk Transfers and Retirement Income Security*. Olivia S. Mitchell & Kent Smetters, eds. Oxford, UK: Oxford University Press:1-18.
- MITCHELL, OLIVIA S. & STEPHEN P. UTKUS, EDS. FORTHCOMING. *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance*. Pension Research Council. Oxford, UK: Oxford University Press.
- MOORE, JAMES & OLIVIA S. MITCHELL. 2000. *Projected Retirement Wealth and Saving Adequacy*. In *Forecasting Retirement Needs and Retirement Wealth*. Olivia S. Mitchell, B. Hammond, & A. Rappaport, eds. Pension Research Council. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania Press: 68-94.