

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Il pilastro privato del sistema previdenziale.
Il caso del Regno Unito**

di Francesco Spadafora



Numero 503 - Giugno 2004

La serie “Temi di discussione” intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all’interno della Banca d’Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l’Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell’Istituto.

Comitato di redazione:

STEFANO SIVIERO, EMILIA BONACCORSI DI PATTI, FABIO BusetTI, ANDREA LAMORGESE, MONICA PAIELLA, FRANCESCO PATERNÒ, MARCELLO PERICOLI, ALFONSO ROSOLIA, STEFANIA ZOTTERI, RAFFAELA BISCEGLIA (*segretaria*)

IL PILASTRO PRIVATO DEL SISTEMA PREVIDENZIALE: IL CASO DEL REGNO UNITO

di Francesco Spadafora*

Sommario

Grazie ai notevoli accantonamenti previdenziali privati, che alleviano gli oneri sul bilancio pubblico derivanti dall'invecchiamento della popolazione, il sistema previdenziale del Regno Unito non presenta problemi di sostenibilità per le finanze pubbliche. In forte contrasto con quanto avviene nella maggioranza degli altri paesi europei, infatti, la spesa pubblica per pensioni è prevista rimanere relativamente stabile per i prossimi 50 anni, al 5 per cento circa in rapporto al PIL, così favorendo l'equità intergenerazionale del sistema stesso. Ciononostante, nel Regno Unito è in corso un intenso dibattito sulla presunta "crisi" del suo sistema previdenziale, che riguarda sia il lato della domanda sia quello dell'offerta di prodotti previdenziali. Con riferimento al primo, si mette in dubbio l'adeguatezza del livello di risparmio destinato a fini previdenziali, particolarmente presso le fasce di popolazione a più basso reddito. Dal lato dell'offerta, il calo dei valori azionari nel triennio 2000-02 ha evidenziato come una delle principali caratteristiche del sistema, la prevalenza di fondi pensione aziendali a prestazioni definite, potrebbe funzionare quale canale di trasmissione al settore delle imprese degli shock che colpiscono il mercato azionario. In aggiunta, l'importante ruolo svolto dalle compagnie di assicurazione sulla vita nell'offerta e gestione di prodotti previdenziali e i crescenti legami tra i settori bancario e assicurativo, fanno sì che la solidità delle compagnie di assicurazione del Regno Unito assuma una particolare rilevanza per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Il presente lavoro illustra le caratteristiche strutturali del sistema previdenziale del Regno Unito e passa in rassegna i principali aspetti del dibattito e gli interventi di riforma proposti quali possibili soluzioni. In particolare, si analizza la misura in cui l'evoluzione recente dei mercati finanziari internazionali abbia determinato particolari conseguenze sul sistema previdenziale a causa delle sue peculiarità strutturali.

JEL classification: H55, J26, J32.

Keywords: fondi pensione, previdenza privata, *means-testing*.

Abstract

In striking contrast with the majority of other European economies, the UK pension system does not pose problems of financial sustainability to public finances. Public expenditure for pensions is foreseen to remain relatively stable for the next 50 years, around 5 percent of GDP, thanks to the considerable stock of privately-funded, actuarially-fair pension provision accumulated by the country, thus making the system (in government's words) "*a fair deal between generations*". Nonetheless, an intense debate is under way on the alleged crisis of the pension system, resulting not only from the private cost but also from the level of the benefits. The debate encompasses both the demand and the supply side of the pension system. On the one hand, the discussion focuses on the allegedly inadequate level of national savings, particularly by the population on lowest income, which would not produce in the future a level of pension high enough to guarantee an appropriate standard of living in retirement. On the other hand, the fall in equities in the period 2000-02 highlighted the fact that one of the main characteristics of the system, the prevalence of defined-benefit occupational pension funds, would act as a transmission channel of equity market shocks to the corporate sector of the economy. Moreover, in the light of the major role played by life assurances in the supply of pension products and growing interlinkages between the banking and insurance sectors, the financial soundness of life assurances takes on a particular relevance for the stability of the financial system as a whole. The present work illustrates the structural characteristics and significant peculiarities of the UK pension system, with particular emphasis on the evolution of pension savings in the private sector. Furthermore, it surveys the main aspects of the current debate and the different measures put forward as possible solutions. With reference to Italy, the UK experience may constitute a source of meaningful reflections for the current debate on the evolution of private pensions.

* Banca d'Italia, Ufficio Relazioni Internazionali.

INDICE

1. Introduzione.....	9
2. Struttura del sistema, evoluzione storica e sviluppo della previdenza privata	17
3. Il lato della domanda: l'andamento del risparmio previdenziale.....	23
3.1 La strategia del governo a favore dei pensionati con redditi inferiori: il <i>means-testing</i>	28
4. Il lato dell'offerta: il ruolo dei fondi pensione aziendali	33
4.1 La preferenza per l'investimento azionario	37
4.2 Il <i>winding-up</i> degli schemi a prestazioni definite.....	44
4.3 Il nuovo standard contabile FRS 17.....	49
5. Il lato dell'offerta: il ruolo delle compagnie di assicurazione sulla vita	54
6. Conclusioni.....	59
Tavole.....	66
Bibliografia.....	84

1. Introduzione¹

La preminenza del pilastro previdenziale privato rispetto a quello pubblico rappresenta una delle caratteristiche maggiormente distintive del sistema previdenziale del Regno Unito. In base ai dati della *European Federation for Retirement Provision*,² nel 2000 il patrimonio del cosiddetto “secondo pilastro” dei regimi pensionistici era pari all’81 per cento del PIL nel Regno Unito, contro il 29,2 per cento nell’Unione europea (UE), il 16,3 per cento in Germania, il 6,6 per cento in Francia e il 2,6 per cento in Italia.³

In aggiunta, nel 2000-01 il 44 per cento della popolazione del Regno Unito in età lavorativa effettuava versamenti a piani pensionistici aziendali o individuali, contro l’8,7 per cento in Italia.⁴ Nello stesso periodo, infine, il reddito da pensione privata rappresentava il 40 per cento del reddito complessivo dei pensionati del Regno Unito,⁵ rispetto a valori inferiori al 10 per cento in Germania e Spagna e trascurabili in Francia e Italia.⁶

Il sistema previdenziale del Regno Unito è attualmente oggetto di un intenso dibattito che riguarda sia il lato della domanda, in termini di una presunta insufficienza del risparmio

¹ Il lavoro è stato elaborato prevalentemente durante la permanenza dell’autore presso la Delegazione di Londra della Banca d’Italia. Desidero ringraziare Carlo Gola, Alessandro Roselli, Giovanna Segre, Ignazio Visco e due anonimi *referees* per i numerosi e utili commenti a una precedente versione del lavoro. Le opinioni espresse sono esclusivamente quelle dell’autore e non impegnano la responsabilità dell’Istituto di appartenenza. E-mail: francesco.spadafora@bancaditalia.it.

² Consiglio dell’Unione europea (2003, tav. 13, pp. 83-84).

³ La definizione dei “pilastri” non è uniforme nella letteratura e varia a seconda del criterio di classificazione adottato (accantonamenti obbligatori o volontari, verso fondi pubblici o privati, a ripartizione o a capitalizzazione). Le differenti versioni concordano sostanzialmente nelle definizioni dei pilastri primo (pubblico e obbligatorio) e terzo (privato e volontario), mentre non vi è necessariamente coincidenza nella definizione del secondo pilastro. Nella versione in inglese del citato rapporto del Consiglio dell’Unione europea (2003, p. 5), si definiscono primo, secondo e terzo pilastro, rispettivamente, i regimi pubblici basati sul reddito (“*earnings-related schemes*”), i regimi professionali privati (“*private occupational schemes*”) e i piani pensionistici individuali (“*individual retirement provision*”). Nel presente lavoro si adotta una differente classificazione, quella propria del Regno Unito (descritta in dettaglio nel paragrafo 2), caratterizzata, tra l’altro, dal fatto che il secondo pilastro, di tipo obbligatorio, include forme sia pubbliche che private, queste ultime aziendali (“*occupational*”) e individuali (“*personal*”).

⁴ Percentuale dei lavoratori coperti dal sistema previdenziale pubblico. Consiglio dell’Unione europea (2003, tav. 3, pp. 33-34).

⁵ Si veda il successivo paragrafo 2 e la tavola 4.

⁶ Con la sola eccezione dei Paesi Bassi, in cui il reddito da pensione privata è circa il 40 per cento del reddito complessivo dei pensionati, per i restanti paesi dell’Unione europea tale percentuale è compresa tra il 25-30 per cento in Danimarca e Irlanda e tra il 10-25 per cento in Belgio, Lussemburgo e Svezia. Consiglio dell’Unione europea (2003).

nazionale destinato a fini previdenziali, sia il lato della offerta, connesso all'equilibrio finanziario degli intermediari che gestiscono gli accantonamenti previdenziali.

Tale dibattito è conseguente ad una serie di eventi verificatisi negli ultimi anni, che hanno prodotto rilevanti conseguenze e avviato un processo di riforma tuttora in corso. Sebbene alcuni dei suddetti eventi siano comuni ad altre economie avanzate, quali la caduta dei corsi azionari e gli andamenti delle variabili demografiche, con l'aumento dell'aspettativa di vita e il progressivo invecchiamento della popolazione,⁷ altri sono specifici alla realtà del paese.

Nel Regno Unito, il sistema previdenziale assume una particolare importanza a causa di due principali ragioni. Da un lato, gli investimenti di natura previdenziale delle famiglie rappresentano la componente preponderante (oltre il 50 per cento) del totale delle attività finanziarie da esse detenute (tav. 1).⁸ Ciò fa sì che la ricchezza previdenziale sia una importante determinante della spesa per consumi e, conseguentemente, produca rilevanti effetti macroeconomici.⁹

Dall'altro lato, i fondi pensione e le compagnie d'assicurazione sulla vita esercitano una influenza maggiore, rispetto ad altre economie europee, sul funzionamento del mercato dei capitali, in particolare quello azionario; nel contempo, l'andamento di quest'ultimo assume un ruolo cruciale ai fini dell'equilibrio finanziario di tali intermediari.

Alla fine del 2002, infatti, le compagnie di assicurazioni sulla vita e i fondi pensione detenevano il 14,3 per cento (1.500 miliardi di sterline) del totale delle attività finanziarie del paese (tav. 2), pari al 144 per cento del PIL,¹⁰ ma le azioni (nazionali ed estere) in loro possesso (circa 600 miliardi di sterline) costituivano la componente principale (40 per cento)

⁷ Per i paesi OCSE, l'aspettativa media di vita è aumentata da 66 anni nel 1960 agli attuali 77 anni, mentre il rapporto tra le persone di età pari ad almeno 65 anni e quelle di età compresa tra 20 e 64 anni (*old-age dependency ratio*) dovrebbe dall'attuale 22 per cento a quasi il 50 per cento nel 2050. Visco (2002).

⁸ In Italia, il peso dei suddetti investimenti è pari al 13 per cento. Banca d'Italia (2002, tav. aD 35).

⁹ In altri termini, introdurre la ricchezza pensionistica quale variabile indipendente migliorerebbe significativamente la stima della funzione del consumo nel Regno Unito. Blake (2002b).

¹⁰ A titolo di confronto, nello stesso anno per l'Italia tale rapporto ammontava al 28 per cento. Banca d'Italia (2002). La differenza tra il valore suddetto (144 per cento) e quello riportato nel primo capoverso del paragrafo (81 per cento) è dovuta al fatto che quest'ultimo si riferisce ai soli accantonamenti verso forme private obbligatorie (secondo pilastro), mentre il primo valore include anche gli accantonamenti previdenziali di natura volontaria (terzo pilastro).

dei loro portafogli e quelle quotate nel Regno Unito (oltre 400 miliardi) ammontavano al 54 per cento del totale delle azioni *UK-listed* detenute dall'economia nel suo complesso.

L'elevata preferenza per i titoli azionari caratteristica degli investitori istituzionali del Regno Unito è maggiormente apprezzabile considerando che, nel quarto trimestre 2001, le azioni quotate nei portafogli delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro erano pari solo al 17 per cento delle attività totali, tali operatori investendo principalmente in titoli di debito a lungo termine (37 per cento) e, in misura minore, in quote di fondi comuni di investimento (16,5 per cento).¹¹

A differenza di quanto accade in altri paesi europei, l'attuale dibattito, a cui hanno contribuito un certo numero di studi commissionati dal governo laburista in carica dal 1997 (nell'ordine, i rapporti *Myners*,¹² *Pickering*¹³ e *Sandler*¹⁴), non si focalizza sulla sostenibilità finanziaria del sistema previdenziale pubblico.

Lo stesso HM Treasury, in un recente rapporto¹⁵ sulla sostenibilità di medio termine delle finanze pubbliche, prevede che la spesa pubblica per le pensioni dovrebbe rimanere relativamente stabile nei prossimi 50 anni, fluttuando intorno al 5 per cento del PIL,¹⁶ in forte contrasto con gli altri paesi della Unione europea.¹⁷ Ciò è da attribuire prevalentemente al fatto che il considerevole stock di risparmio previdenziale, il maggiore dell'UE, accumulato

¹¹ Banca centrale europea (2003, tav. 6.2).

¹² HM Treasury (2001), *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, pubblicato in marzo ad opera di un gruppo di lavoro presieduto da Paul Myners, *chief executive officer* di Gartmore.

¹³ HM Treasury (2002a), *A Simpler Way to Better Pensions – An Independent Report*, pubblicato in luglio, suggerisce, tra l'altro, una nuova legislazione sulle pensioni e un nuovo regolatore per i fondi aziendali, al posto dell'esistente OPRA.

¹⁴ HM Treasury (2002b), *Medium and Long-Term Retail Savings in the UK*, pubblicato in luglio, dal nome dell'ex *chief executive officer* dei Lloyd's. Esso ha formulato sei principali *recommendations* indirizzate al governo e alla *Financial Services Authority*, suggerendo, tra l'altro, l'introduzione di una serie di prodotti finanziari cosiddetti "stakeholder" (in aggiunta alla pensione introdotta nell'aprile 2001), caratterizzati cioè da semplicità, basso costo e rischio controllato e, inoltre, da una maggiore regolamentazione dei prodotti stessi piuttosto che della loro fase di vendita.

¹⁵ HM Treasury (2002d).

¹⁶ Per l'Italia, nel 2000 il rapporto tra spesa previdenziale e PIL ammontava a circa il 14 per cento. ISTAT (2002).

¹⁷ In base alle proiezioni del Comitato di Politica economica della Commissione europea, il Regno Unito è l'unico paese in cui la spesa pubblica per pensioni (in rapporto al PIL) è prevista in riduzione (dal 5,5 per cento nel 2000 al 4,4 per cento nel 2050), contro un aumento dal 10,4 al 13,3 per cento per l'Unione europea nel suo complesso. Consiglio dell'Unione europea (2003, p. 187).

dal settore privato del Regno Unito attenua gli effetti negativi sulla spesa pubblica per pensioni derivanti dagli attuali andamenti demografici, dato lo stretto legame tra contributi individuali e prestazioni (*actuarial fairness*) proprio dei sistemi previdenziali a finanziamento privato (*funded*).

La prevalenza della componente privata del sistema previdenziale permette così al paese, da un lato, di non necessitare di significativi aumenti della tassazione nell'immediato futuro e, dall'altro, di non dover affrontare i problemi di equità intergenerazionale e i costi della transizione verso un sistema caratterizzato da un più elevato livello di *funding* delle passività previdenziali e, conseguentemente, da una maggiore diversificazione delle fonti del reddito da pensione (pubbliche e private, obbligatorie e volontarie), transizione alla base della strategia di riforma dei sistemi previdenziali in atto nei paesi OCSE.

Il dibattito sullo stato del sistema previdenziale nel Regno Unito deriva in larga parte dalle peculiarità del sistema stesso e dalla loro interazione con la recente evoluzione dei mercati finanziari internazionali.

In particolare, dal lato della domanda di prodotti previdenziali, al centro dell'attenzione è l'adeguatezza del livello delle future prestazioni, a causa del fatto che l'ammontare corrente del risparmio nazionale annuo sarebbe inferiore rispetto al livello giudicato adeguato ad assicurare un soddisfacente standard di vita nell'età del pensionamento.

Sebbene il governo metta in discussione la rilevanza di tale *savings gap* e, più in generale, la tesi di una vera e propria "crisi" del sistema pensionistico,¹⁸ esiste nel paese un ampio consenso sul fatto che le famiglie del Regno Unito, particolarmente quelle a più basso reddito, non risparmino in misura tale da garantirsi un adeguato livello di consumi durante gli anni di pensionamento.¹⁹ A partire dalla seconda metà degli anni novanta, infatti, il tasso

¹⁸ Al contrario, Frank Field, membro del Parlamento, presidente dello *UK Pensions Reform Group* e precedente Ministro per la Riforma del Welfare, afferma che "*by any standards, UK pensions are facing their most serious challenge in decades*". *The Times*, 11 dicembre 2002. Inoltre, con riferimento alla componente pubblica, nel rapporto del Pensions Policy Institute (2003, p. 21) si afferma che "*...the UK state pension system is now being challenged so widely that it is not expected to last without change*".

¹⁹ "*At present, many consumers are not saving enough to provide for a comfortable retirement.....most only focus on their retirement in the last 10 years of their working life*". FSA (2003, pp. 11 e 71). La stessa FSA, in uno studio effettuato congiuntamente con la società di consulenza B&W Deloitte, definisce quale

di risparmio delle famiglie si è dimezzato, dal 10 per cento nel 1995 al 5 per cento nel 2002.²⁰

Pur derivando da un complesso di fattori, si ritiene che alcune caratteristiche del sistema pensionistico e dell'industria finanziaria del Regno Unito possano aver determinato conseguenze negative sul risparmio aggregato del paese, e in particolare su quello delle famiglie. Tali caratteristiche sono state sintetizzate²¹ nell'elevato grado di complessità dell'industria, in termini di numerosità delle tipologie di prodotti offerti, struttura delle commissioni applicate dagli intermediari finanziari, proliferazione dei regimi fiscali, e in una sua certa opacità, che limiterebbe la possibilità di effettuare confronti sui prezzi, le caratteristiche e la *performance* dei vari prodotti.²²

In aggiunta, la stessa strategia in materia previdenziale adottata dal governo laburista all'atto del suo insediamento, basata sul principio del *means-testing*, sarebbe all'origine di rilevanti effetti di disincentivo per gli accantonamenti pensionistici. Quest'ultimi sarebbero ulteriormente penalizzati a causa della eredità dello scandalo del *pensions mis-selling*, l'erroneo trasferimento degli accantonamenti pensionistici di numerosi membri di fondi aziendali ("*occupational pensions*") a favore di schemi individuali ("*personal pensions*") offerti da intermediari finanziari, le cui prestazioni si rivelarono peggiori di quelle degli schemi aziendali di provenienza.²³

"comfortable retirement income" il 50 per cento e i 2/3 dell'ultimo salario, rispettivamente, per i lavoratori con redditi superiori o inferiori a 12.000 sterline annue. FSA (2003, p. 72).

²⁰ ONS (2003b).

²¹ HM Treasury (2002b), Rapporto *Sandler*.

²² "...prescription and complexity is one of the main factors in discouraging pension provision". HM Treasury, Rapporto *Pickering* (2002a, p. 2). "... (individual's financial) choice is currently frustrated by complexity and confusing flows of information which do not relate clearly to individual's circumstances, by hard-to-compare products and by expensive advice", DWP, *Green Paper* (2002b, p. 4). In aggiunta, il Rapporto *Sandler* ha sottolineato l'esistenza di un problema di accesso all'industria del risparmio per i soggetti con redditi medio-bassi, a causa della scarsa remuneratività, per gli intermediari, delle transazioni effettuate con tale categoria di risparmiatori: "...low to middle income consumers are finding themselves priced out of the market for retail savings, with providers and retailers reluctant to sell them because they did not generate sufficient remuneration". HM Treasury (2003, p. 9).

²³ Alla fine del 1994, l'autorità di regolamentazione all'epoca competente, la *Personal Investment Authority* (successivamente assorbita dall'attuale FSA), avviava la revisione delle procedure di vendita della pensione *personal*, istruendo gli intermediari finanziari coinvolti a contattare i sottoscrittori di tali strumenti tra il 29 aprile 1988 e il 30 giugno 1994, con priorità per quelli già in pensione. Secondo le ultime stime della FSA (giugno 2002) la revisione è completa al 98 per cento, ha riguardato 1,7 milioni di pensionati e determinerà un

Dal lato della domanda di prodotti previdenziali, quindi, il sistema pensionistico del Regno Unito affronta il problema di bilanciare correttamente gli obiettivi dell'efficienza dello stesso e della difesa del consumatore, al fine di incentivare in ultima analisi il risparmio.²⁴

Oltre che ai presunti difetti strutturali del sistema pensionistico, la riduzione della propensione al risparmio previdenziale del paese sarebbe in parte da attribuire alla recente tendenza dei datori di lavoro a passare dagli schemi a prestazione definita offerti a livello aziendale, che rappresentano la componente più distintiva e rilevante del sistema, a schemi a contribuzione definita. Ciò contribuirebbe ad ampliare il *savings gap* a causa del fatto che il cambiamento della forma tecnica del fondo pensione generalmente comporta altresì un declino dei contributi previdenziali da parte dei datori di lavoro.²⁵

Lo *switch* a favore degli schemi a contribuzione definita, in cui il rischio degli investimenti è sopportato dal lavoratore, rappresenta una delle conseguenze della forte caduta delle quotazioni azionarie nel triennio 2000-02, successiva allo scoppio della cosiddetta "bolla tecnologica" dai picchi raggiunti dai primi mesi del 2000.

Tale caduta ha prodotto rilevanti effetti, in molti casi non precedentemente sperimentati, sui sistemi finanziari delle economie di mercato. Nel Regno Unito, tuttavia, a causa delle peculiarità della struttura del sistema previdenziale, la recente evoluzione dei mercati finanziari internazionali ha determinato conseguenze e dinamiche più significative e complesse che altrove sul lato dell'offerta di prodotti previdenziali, fino a prefigurare, nelle fasi di più forte calo dei corsi azionari, l'esistenza di un rischio di natura sistemica, riguardante cioè la stabilità degli intermediari nel loro complesso.

ammontare di compensazioni a carico degli intermediari pari a circa 11,8 miliardi di sterline, oltre a 2 miliardi di spese amministrative.

²⁴ Il Rapporto *Pickering* afferma esplicitamente che tali obiettivi non sono mutualmente in conflitto. HM Treasury (2002a, p. XIII).

²⁵ Tale *switch*, inoltre, in presenza di incompletezza contrattuale, comporta problemi di scelta della *optimal governance*. In particolare, ai fini di tale scelta, la differenza fondamentale tra fondi a prestazione e a contribuzione definita è l'identità del cosiddetto *residual claimant*: l'impresa sponsor nel primo tipo, il lavoratore nel secondo. Uno *switch* da un tipo di fondo all'altro, in assenza di modifiche della *governance*, trascura di considerare le variazioni degli incentivi all'attività di *monitoring* e di vigilanza. Si veda Besley – Pratt (2002).

L'equilibrio finanziario delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione è stato seriamente deteriorato dalla caduta dei valori di borsa innanzitutto a causa della concentrazione degli investimenti nel mercato azionario, che caratterizza i portafogli di tali intermediari. Tra il 2000 e il 2002, il valore delle azioni quotate (nel Regno Unito e all'estero) nei portafogli di tali intermediari si è ridotto del 33 per cento (tav. 2).

Oltre che dal grado di concentrazione, la rischiosità della struttura finanziaria di tali investitori istituzionali deriva da problemi di *portfolio mismatching*, a causa del fatto che le attività di natura azionaria fronteggiano un tipo di passività, quelle previdenziali, assimilate dagli economisti ai titoli obbligazionari ("*bond-like liability*"). Tale caratteristica, inoltre, ha fatto sì che il declino dei tassi di interesse registrato negli ultimi anni, inusualmente associato a valori azionari in calo, abbia comportato un aumento del valore attuale delle passività pensionistiche future.

Le avverse dinamiche dal lato sia dell'attivo sia del passivo del bilancio hanno congiuntamente determinato significative conseguenze sulla solidità reddituale e patrimoniale di fondi pensione e compagnie di assicurazione sulla vita. I primi scontano sia un aumento dei fondi aziendali che risultano insufficientemente finanziati,²⁶ sia un incremento dei costi degli accantonamenti a carico dei datori di lavoro.²⁷

Al riguardo, occorre notare come una delle principali peculiarità del Regno Unito, la prevalenza di fondi aziendali a prestazione definita,²⁸ utilizzati a partire dal dopoguerra quale strumento di selezione della migliore forza lavoro disponibile, si sia rivelata una potenziale fonte di effetti di natura macroeconomica, in quanto la necessità per le imprese di

²⁶ La società di consulenza attuariale *Watson Wyatt* ha recentemente stimato che gli schemi pensionistici aziendali del Regno Unito sarebbero *underfunded* per circa 65 miliardi di sterline (*Press release* del 21 gennaio 2003). Il deficit aumenterebbe a 130 miliardi effettuando le valutazioni in base al nuovo standard contabile FRS 17 (si veda il par. 4.3). Secondo la HSBC (2003), il deficit pensionistico aggregato delle società incluse nell'indice FTSE 350 ammontava, al netto degli aggiustamenti fiscali, a 64 miliardi di sterline alla fine di febbraio 2003, rispetto a un *healthy surplus* nel giugno 2001. La *Confederation of British Industry* stima in 160 miliardi di sterline il deficit pensionistico delle imprese private non finanziarie (quotate e non). CBI (2003).

²⁷ La società di ricerca *Incomes Data Services*, in un sondaggio effettuato presso 330 fondi pensione aziendali, ha rilevato un aumento dei contributi a carico dei datori di lavoro pari al 25 per cento negli ultimi due anni. (*Press release* del 17 febbraio 2003). Negli Stati Uniti, la contribuzione nei fondi a prestazione definita a carico delle società incluse nell'indice S&P500 è quadruplicata tra il 2001 e il 2002. Abate (2003).

²⁸ Negli Stati Uniti, ad esempio, gli schemi pensionistici aziendali sono ormai soprattutto a contribuzione definita ("*401 (k) plans*"): nel 1997, il 55 per cento dei lavoratori *full-time* nelle imprese medio-grandi contribuiva ad un piano 401(k), rispetto al 43 per cento del 1993. Jousten (2001, p. 347).

rifinanziare gli impegni pensionistici verso i propri dipendenti influenza la solvibilità delle stesse e aumenta il rischio per i loro creditori (in particolare le banche).²⁹

In altri termini, nel Regno Unito funzionerebbe un particolare canale di trasmissione al resto dell'economia (e in modo asimmetrico) degli shock originatisi nei mercati azionari, dato dagli schemi pensionistici aziendali: una caduta delle quotazioni di borsa, influenzando il livello delle passività previdenziali nette, si riverbera soprattutto sul settore *corporate*, intaccandone il grado di fragilità finanziaria, la profittabilità e l'attività di investimento, con effetti ultimi sull'economia nel suo complesso.³⁰ Viceversa, nelle fasi di crescita dei corsi azionari, l'accumulo di surplus previdenziali, determinando una sospensione degli accantonamenti pensionistici a carico di lavoratori e datori di lavoro (*contribution holidays*), ha effetti espansivi sul consumo.³¹

Con riferimento alle compagnie di assicurazione sulla vita, la correzione dei corsi di borsa ha creato per tali intermediari difficoltà nel soddisfare i requisiti minimi di solvibilità imposti dalla *Financial Services Authority* (FSA)³² e un deterioramento della capacità di effettuare un adeguato *smoothing* dei rendimenti corrisposti agli investitori. In aggiunta, gli effetti negativi sulla struttura finanziaria delle compagnie di assicurazione derivanti dall'andamento dei mercati azionari, in alcuni casi sono stati resi più sensibili da un aumento

²⁹ FSA (2003, p. 8).

³⁰ Secondo la *Confederation of British Industry*, l'esigenza di rifinanziare i deficit dei fondi pensione delle imprese private non finanziarie, stimato in 160 miliardi di sterline, ha determinato un raddoppio dei contributi pensionistici a loro carico, da 21 a 43 miliardi annui, tra il 2001 e il 2005. In base a simulazioni effettuate utilizzando dati e definizioni dei *National Accounts*, ciò comporterebbe effetti negativi sui profitti operativi (*total income*) e sulla spesa per investimenti e una riduzione delle entrate fiscali (*corporation tax*), essendo gli accantonamenti previdenziali deducibili dall'imponibile. CBI (2003). Si veda inoltre il paragrafo 4.2.

³¹ Ad esempio, i notevoli surplus previdenziali dei fondi pensione *occupational* determinati dalla crescita dei valori borsistici nel corso degli anni ottanta, avrebbero contribuito in misura rilevante all'espansione del reddito del Regno Unito alla fine di tale decennio. Blake (2002b).

³² La FSA ha dimostrato la propria consapevolezza della delicatezza della situazione patrimoniale delle compagnie di assicurazione sulla vita indirizzando, lo scorso 31 gennaio, una lettera ai *Chief Executive Officers* di tali intermediari, nella quale si attenua di fatto l'applicazione delle attuali regole, definite "conservative", sui requisiti minimi di solvibilità (*Regulatory Minimum Margin – RMM*) a favore di un (più pragmatico) "realistic approach" alla valutazione della solvibilità delle compagnie di assicurazione sulla vita. Si veda FSA (2002c). La *Financial Services Authority* (FSA), istituita dal governo laburista nel 1997, è ufficialmente operativa dal 1° dicembre 2001 quale unica autorità di regolamentazione del settore finanziario, avendo assunto le competenze di dieci preesistenti *regulators*.

del livello della rischiosità della struttura stessa indotto dalla crescente attività di tali intermediari nel mercato dei meccanismi cosiddetti di *credit risk transfer*.

Il presente lavoro ha l'obiettivo di analizzare i principali problemi alla base del corrente dibattito sullo stato del sistema previdenziale nel Regno Unito, e in particolare la misura in cui l'evoluzione recente dei mercati finanziari internazionali abbia determinato particolari conseguenze a causa delle peculiarità strutturali del sistema stesso, dal lato sia della domanda sia dell'offerta di prodotti previdenziali.

Il secondo paragrafo descrive brevemente le varie tipologie di pensioni e le opzioni disponibili per i lavoratori, delineando l'evoluzione storica del sistema con particolare riferimento alla sua componente di natura privata, che ne definisce uno dei tratti maggiormente distintivi. Nel terzo paragrafo si analizza l'evoluzione del risparmio previdenziale e la strategia in materia di pensioni adottata dal governo all'atto del suo insediamento, nel 1997. Il quarto paragrafo illustra le caratteristiche strutturali dei fondi pensione aziendali, discutendo in particolare le ragioni e gli effetti della preferenza per l'investimento azionario, la recente tendenza alla chiusura (*winding-up*) degli schemi a prestazione definita e le conseguenze derivanti dai cambiamenti nella normativa contabile che li disciplina. Il quinto paragrafo descrive il ruolo delle compagnie di assicurazione sulla vita nel mercato dei prodotti previdenziali, evidenziando l'importanza dell'equilibrio finanziario di tali intermediari per il sistema previdenziale del Regno Unito. Il sesto paragrafo, infine, contiene alcune note conclusive.

2. Struttura del sistema, evoluzione storica e sviluppo della previdenza privata

Il sistema pensionistico del Regno Unito è attualmente strutturato su tre livelli (*tiers*), i primi due dei quali di natura obbligatoria.³³ Le forme previdenziali pubbliche sono amministrate dal *Department for Work and Pensions (DWP)*, fino al giugno 2001 denominato *Department of Social Security*, e funzionano in base al principio del *pay-as-you-*

³³ Per una descrizione più dettagliata della struttura del sistema pensionistico del Regno Unito si veda Spadafora (2003).

go (PAYG).³⁴ Esse sono finanziate attraverso i *National Insurance Contributions (NICs)*, commisurati al reddito dei lavoratori, versati sia da questi ultimi sia dai datori di lavoro. I benefici connessi al reddito (*means-tested* o *income-related benefits*) sono invece finanziati dalla fiscalità generale.

Il primo livello del sistema ha natura esclusivamente pubblica ed è costituito dalla *Basic State Pension (BSP)*, di tipo *flat-rate*, il cui importo è cioè indipendente dal reddito del soggetto. Essa è percepita sia dai lavoratori dipendenti sia da quelli autonomi. Nel caso in cui il reddito dei pensionati di età pari o superiore a 60 anni, includendo la BSP, sia inferiore ad una certa soglia minima, essi hanno titolo a ricevere un beneficio integrativo, la *Minimum Income Guarantee (MIG)* fino all'ottobre 2003 e, successivamente, il *Pension Credit*.

Il secondo livello è innanzitutto costituito da una ulteriore prestazione pubblica, la *State Second Pension (S2P)*, che dall'aprile 2002 sostituisce il precedente *State Earnings Related Pension Scheme (SERPS)*, introdotto nel 1978. La S2P è percepita dai soli lavoratori dipendenti, con un reddito superiore a una certa soglia minima (*lower earnings limit-LEL*). Le prestazioni dell'S2P dipendono dall'ammontare e dal tipo di redditi percepiti, ai quali si commisurano i contributi da versare alla *National Insurance*.

Alternativamente alla S2P, il secondo *tier* del sistema pensionistico del Regno Unito si caratterizza per la possibilità di rinunciare a tale prestazione e, mediante il meccanismo del *contracting out*, optare a favore di versamenti a forme previdenziali private, di natura individuale (*personal pensions*) oppure aziendali, cioè offerte dal datore di lavoro (*occupational pensions*).³⁵ Dall'aprile 2001, inoltre, il secondo *tier* include una ulteriore

³⁴ In generale, un sistema pensionistico rappresenta lo strumento attraverso cui il risparmio corrente genera un *claim* sulla produzione futura. Esso può assumere due principali strutture: 1) un sistema PAYG (o *unfunded*), basato su una promessa intergenerazionale, in cui il pagamento delle pensioni è assicurato mediante i contributi correnti sul reddito da lavoro e il prelievo fiscale. Il rendimento è pari alla somma tra il tasso di crescita della popolazione e quello dei salari reali o, alternativamente, al tasso di crescita della base imponibile; 2) un sistema a capitalizzazione (o *funded*), basato sull'accumulazione in un fondo di attività finanziarie, in cui la spesa pensionistica è finanziata dallo stesso fondo, alimentato dai contributi dei propri membri nel corso della vita lavorativa. Il rendimento è quello del portafoglio di attività finanziarie accumulate nel fondo. Si veda Barr (2000). Per una approfondita discussione sulle caratteristiche che definiscono differenti strutture di un sistema pensionistico e sulle modalità e le implicazioni di una loro riforma si veda Lindbeck e Persson (2003).

³⁵ Le pensioni *personal* sono offerte da intermediari finanziari specializzati, tra cui predominano le compagnie di assicurazione sulla vita (si veda il successivo capitolo 5). I fondi *occupational* sono disciplinati dal diritto fiduciario, che attribuisce la responsabilità della gestione a una terza parte giuridicamente distinta dal datore di lavoro e dagli iscritti. La gestione finanziaria di tali fondi è generalmente affidata a intermediari finanziari specializzati (*professional fund managers*), la maggior parte dei quali appartiene ai seguenti cinque

possibile scelta, in seguito all'introduzione della cosiddetta *stakeholder pension*, la quale dovrà essere resa accessibile ai lavoratori dalla maggior parte dei datori di lavoro, sulla base di una serie di criteri stabiliti dal governo.³⁶

Infine, il sistema previdenziale del Regno Unito include un terzo livello che ha natura esclusivamente volontaria e offre la possibilità di accantonare risorse attraverso versamenti addizionali (entro certi limiti) sia negli schemi *occupational (additional voluntary contributions – AVCs)*, sia in quelli *personal e stakeholder (free-standing AVCs)*.

A differenza di quanto accaduto in altri paesi, le riforme introdotte fin dal 1980 hanno garantito la sostenibilità in termini di costi del sistema previdenziale pubblico del Regno Unito, trasferendo in misura crescente dal settore pubblico a quello privato l'onere del finanziamento della spesa pensionistica mediante riduzioni sistematiche degli accantonamenti statali. Ciò ha fatto sì che a un sistema (pubblico) di tipo *unfunded*, basato cioè sul principio del *pay-as-you-go*, si affiancasse un altro sistema (privato) di tipo *funded*, le cui prestazioni dipendono strettamente dall'ammontare di contributi previdenziali versati dal singolo lavoratore e, spesso, dal datore di lavoro. Oltre a ridurre il costo futuro della previdenza pubblica, le suddette riforme hanno altresì aumentato le possibilità e la flessibilità delle scelte individuali in merito agli accantonamenti per la pensione di secondo livello.

L'attuale esecutivo non ha mostrato alcuna propensione a invertire tali tendenze, centrali nell'azione dei governi conservatori degli anni ottanta e della prima metà dei novanta, adottando al contrario una esplicita strategia mirante a ridurre ulteriormente la quota del reddito da pensione fornito dallo stato dal 60 per cento, il livello prevalente al

gruppi: *Deutsche Bank Asset Management, Merrill Lynch Investment Management, UBS Global Asset Management, Schroder Investment Management e Gartmore Pension Fund Managers*. Blake (2003b, p. 24).

³⁶ Una pensione *stakeholder* deve soddisfare alcuni standard minimi in termini di rendimenti, flessibilità e sicurezza (definiti *CAT marks*, da *charges-access-terms*) e si caratterizza per la previsione di un limite (*cap*) dell'1 per cento sulle commissioni di gestione applicabili dal *provider*, calcolate sul valore della pensione, oltre che per il basso ammontare del versamento minimo mensile (20 sterline) e per una maggiore trasparenza. In aggiunta, non sono previste commissioni in caso di entrata o uscita dallo schema o di variazioni o sospensione temporanea dei versamenti e in ciò la pensione *stakeholder* implica una rilevante riduzione dei costi propri degli schemi *personal*.

momento della pubblicazione del primo *Green Paper* del governo sulla previdenza (dicembre 1998),³⁷ al 40 per cento entro il 2050.

Nel contesto delle politiche volte all'aumento del *pre-funding* dei futuri impegni pensionistici, centrali sono stati il ruolo e l'evoluzione del meccanismo del “*contracting out*”.³⁸ Introdotto nel 1978, esso prevedeva inizialmente la possibilità di “uscire” dalla pensione statale di secondo livello (SERPS, l'attuale S2P) solo a favore dei fondi aziendali a prestazione definita, i quali garantivano il pagamento di una pensione, denominata *Guaranteed Minimum Pension*, approssimativamente pari a quella che il lavoratore avrebbe conseguito nel sistema pubblico.

Il Social Security Act del 1986 ha innovato significativamente il sistema in due principali direzioni. Da un lato, al fine di contenere i costi futuri derivanti dal pensionamento, nel primo quarto del 21esimo secolo, della generazione dei cosiddetti *baby boomers*, ha ridotto considerevolmente la generosità del SERPS, così incentivando ulteriormente il *contracting out*,³⁹ dall'altro lato, a fronte di una stagnazione delle adesioni ai fondi aziendali a prestazione definita, il *contracting out* è stato esteso agli schemi a contribuzione definita (o *money purchase*), così avviando lo sviluppo delle pensioni individuali (*personal*) introdotte nel 1988.

Contrariamente alle aspettative del governo, infatti, tali misure stimolarono il *contracting out* non tanto a favore dei fondi *occupational* di tipo *money purchase*, ma soprattutto verso i piani di risparmio pensionistico offerti da intermediari finanziari e sottoscritti individualmente dal lavoratore.

Un ulteriore stimolo alla diffusione delle pensioni *personal* derivò inoltre dal fatto che la legislazione del 1988 eliminò l'obbligo per il lavoratore di aderire allo schema aziendale eventualmente offerto dal datore di lavoro, attribuendo le scelte previdenziali di secondo livello alla libera discrezione dell'individuo; tale libertà include altresì la possibilità di cambiare il piano pensionistico nel corso della vita lavorativa. Infine, e a differenza di altri

³⁷ Department of Social Security (1998), *A New Contract for Welfare: Partnership in Pensions*.

³⁸ Disney R. – Emmerson C. – Smith S. (2001).

paesi, il *contracting out* dal sistema pubblico non ha carattere permanente, essendo possibile il successivo rientro (*contracting in*).

Nel periodo 1988-1992 circa il 25 per cento della forza lavoro (oltre 6 milioni di persone) aveva optato a favore delle pensioni individuali, di cui 1 milione a fronte dell'uscita da (o della mancata adesione a) un fondo aziendale; nella seconda metà degli anni novanta, il 73 per cento circa dei lavoratori dipendenti di età compresa tra 20 e 59 anni aveva scelto il *contracting out* dal sistema pubblico.⁴⁰

Secondo i dati più recenti,⁴¹ nel 2000-01 il secondo pilastro del sistema previdenziale del Regno Unito includeva 23,4 milioni di aderenti, di cui 9 milioni nella componente pubblica (SERPS/S2P) e 14,3 milioni in quella privata (mediante il *contracting out*). Quest'ultima, comprendeva 5,7 milioni di sottoscrittori di pensioni *personal*, 7,9 milioni di aderenti a schemi a prestazione definita e 316 mila aderenti a quelli a contribuzione definita.

I cambiamenti strutturali suesposti hanno determinato, da un lato, un livello lordo delle pensioni statali tra i più bassi in Europa, in media pari al 26 per cento in rapporto al reddito lordo medio nazionale (*replacement ratio*), contro valori del 79, 45 e 72 per cento, rispettivamente, in Francia, Germania e Italia;⁴² dall'altro, sono all'origine della più rilevante peculiarità del sistema pensionistico del Regno Unito, l'importanza assunta dalla previdenza privata.

A riprova di tale crescente rilievo, si fa notare come il rapporto tra l'ammontare dei benefici sociali erogati da soggetti privati (essenzialmente fondi pensione e compagnie d'assicurazione) e il PIL sia aumentato dal 3,8 per cento nel 1987 al 6,2 per cento nel 2002 (tav. 3), con un picco del 7,1 per cento nel 2000; a partire dal 1992, inoltre, l'ammontare

³⁹ A seguito di successivi interventi di contenimento delle prestazioni, il livello della pensione SERPS all'atto della sua abolizione, nel 2002, ammontava al 30 per cento di quello effettivo all'epoca della sua introduzione nel 1978.

⁴⁰ UK Government (2002, p. 8).

⁴¹ DWP (2003b).

⁴² Disney - Johnson (2001, p. 4, tav. 1.1). Tuttavia, il *replacement ratio* calcolato quale rapporto tra la pensione statale netta e il reddito netto da lavoro al momento del pensionamento, è pari in media al 50 per cento per il Regno Unito e all'84, 72 e 90 per cento negli altri tre paesi. Secondo Emmerson e Johnson (2001), includendo tutti i benefici, il reddito minimo medio da pensione sarebbe pari a 130 e 170 sterline settimanali, rispettivamente, per un singolo e per una coppia, corrispondenti al 40 e 56 per cento del reddito medio maschile (400 sterline o 300 sterline dopo aver dedotto i NICs e le imposte).

complessivo delle pensioni corrisposte da tali intermediari ha superato quello delle pensioni statali di vecchiaia. Nel 2001-02, infine, per il complesso delle *pensioner units*⁴³ (tav. 4) la somma dei redditi da pensione aziendale, da pensione individuale e da investimenti ammontava al 39 per cento del reddito lordo da pensione complessivo, rispetto al 27 per cento del 1979.

L'importanza della componente privata del reddito da pensione è ulteriormente apprezzabile considerando che ad essa è in larga parte da attribuire la crescita del reddito medio lordo da pensione negli ultimi 20 anni. Nel periodo 1979 e 1996-97,⁴⁴ infatti, per l'insieme delle *pensioner units* tale reddito è cresciuto complessivamente del 63 per cento circa in termini reali (tav. 4), ma a fronte di una crescita del 41 per cento della componente data dai benefici statali, l'ammontare medio delle pensioni *occupational* e di quelle *personal* (incluse nei redditi da investimento) è aumentato, rispettivamente, del 164 e 113 per cento.⁴⁵ La più rapida dinamica del reddito derivante dalla pensione aziendale si conferma anche negli anni più recenti, tra il 1994-95 e il 2001-02.

In aggiunta, tra il 1979 e il 2001-02 la proporzione delle *pensioner units* che percepiscono una pensione aziendale e/o un reddito da investimenti (e da pensione *personal*) è aumentata, rispettivamente, dal 40 al 60 per cento e dal 62 al 77 per cento (tav. 5).

Il ruolo crescente della previdenza privata è infine confermato dall'aumento della proporzione di pensionati con redditi in aggiunta alla pensione statale, dal 77 per cento del 1979 al 91 per cento del 2001-02 per il complesso delle *pensioner units* (tav. 6); inoltre, per il 30 per cento di queste ultime (e per il 40 per cento delle coppie di pensionati) i redditi diversi dalla pensione statale ammontano a oltre il 50 per cento delle entrate complessive (nel 1979 tali valori erano pari, rispettivamente, a 19 e 27 per cento).

⁴³ “*Pensioner units are defined as single (non-cohabiting) people over state pension age (65 and over for men, 60 and over for women) and couples (married or cohabiting) where the man is over state pension age*”. ONS (2003c, p. 24).

⁴⁴ Il confronto è effettuato, da un lato, tra il 1979 e il 1996-97 e, dall'altro, tra il 1994-95 e il 2001-02 per mantenere l'omogeneità delle fonti. I dati, infatti, provengono dal *Family Expenditure Survey* per il primo intervallo temporale e dal *Family Resources Survey* per il secondo. ONS (2003c).

⁴⁵ Nonostante tali differenze in termini percentuali, in valore assoluto la crescita dei benefici statali (35 sterline) è stata pari a quella delle pensioni *occupational*.

3. Il lato della domanda: l'andamento del risparmio previdenziale

A differenza del dibattito in materia previdenziale registrato al momento dell'insediamento del governo laburista nel 1997, il cui tema principale era rappresentato dall'insufficienza del reddito corrente da pensione per una ampia fascia di percettori, al centro delle attuali discussioni è l'adeguatezza del livello delle future prestazioni. Più precisamente, il problema cruciale dal lato della domanda di prodotti previdenziali è dato dal fatto che l'ammontare corrente del risparmio nazionale annuo sarebbe inferiore del 20 per cento rispetto al livello giudicato adeguato ad assicurare un soddisfacente standard di vita nell'età del pensionamento, con un presunto *savings gap* annuo stimato in circa 27 miliardi di sterline da uno studio⁴⁶ commissionato dall'*Association of British Insurers*.

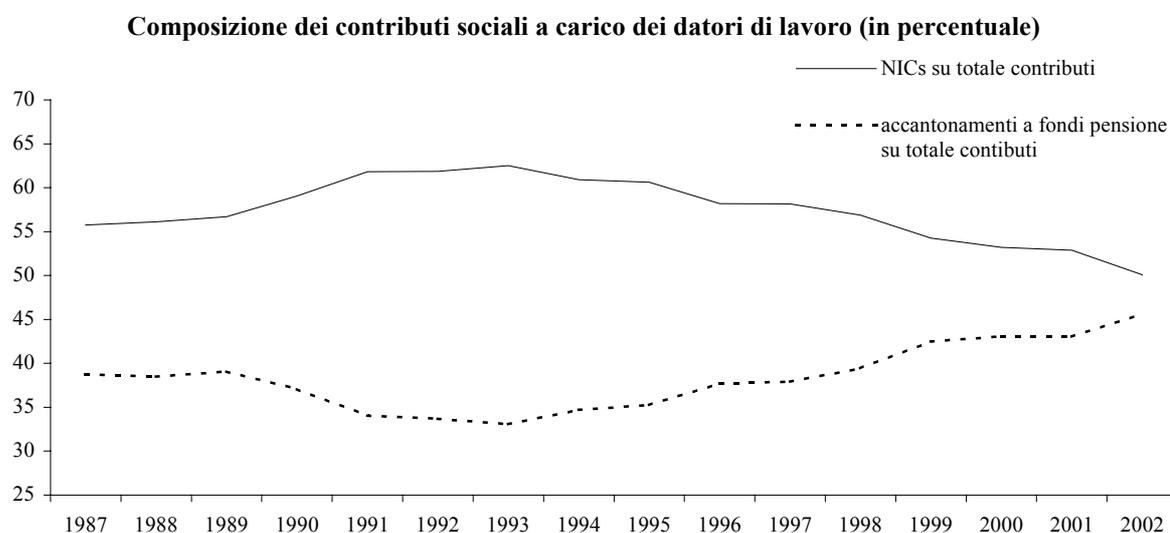
La rilevanza del problema della insufficienza del risparmio previdenziale nel Regno Unito può essere chiaramente apprezzata esaminando l'evoluzione della dimensione e della composizione dei contributi sociali.

A titolo di confronto con l'Italia, occorre innanzitutto notare come pur essendo essenzialmente uguale nei due paesi, al 15 per cento circa, il rapporto tra i contributi sociali e il PIL (tavv. 7 e 8), sia differente nel Regno Unito la distribuzione dei suddetti contributi tra la quota a carico del datore di lavoro e quella pagata dal lavoratore dipendente: nel 2001, infatti, in Italia i contributi sociali a carico dei datori di lavoro rappresentavano circa il 74 per cento dei contributi totali, contro il 43 per cento nel Regno Unito. Specularmente, è molto maggiore in quest'ultimo paese il peso dei contributi dei lavoratori.

Per il Regno Unito, inoltre, sebbene tra il 1987 e il 2002 l'ammontare totale dei contributi sociali sia rimasto costante in rapporto al PIL, la disaggregazione dei dati evidenzia importanti differenze nell'andamento degli accantonamenti previdenziali a seconda del soggetto contribuente (datore di lavoro o lavoratore) e della natura dei versamenti (verso forme pubbliche o private).

⁴⁶ Oliver, Wyman & Company (2001). Nella sintesi, esso afferma che "*the single most pressing financial services issue for government and regulators is the need for people to save enough to secure financial well-being. The current regulatory regime does not effectively address this issue and has failed to find a proper balance between encouraging savings and consumer protection. The result is an increasing number of low- to middle-income households facing a serious and growing savings gap*". Secondo lo studio citato, assumendo

Figura 1



Con riferimento ai datori di lavoro, i contributi sociali a loro carico restano sostanzialmente invariati in rapporto al PIL, seppur di recente in leggero aumento dai minimi della metà degli anni novanta (tav. 8 e fig. 1); viceversa, rispetto al totale dei contributi sociali, la quota versata dai datori di lavoro aumenta dal 40 per cento nel 1987 al 45 per cento nel 2002, con un incremento di 7 punti percentuali a partire dal 1997.

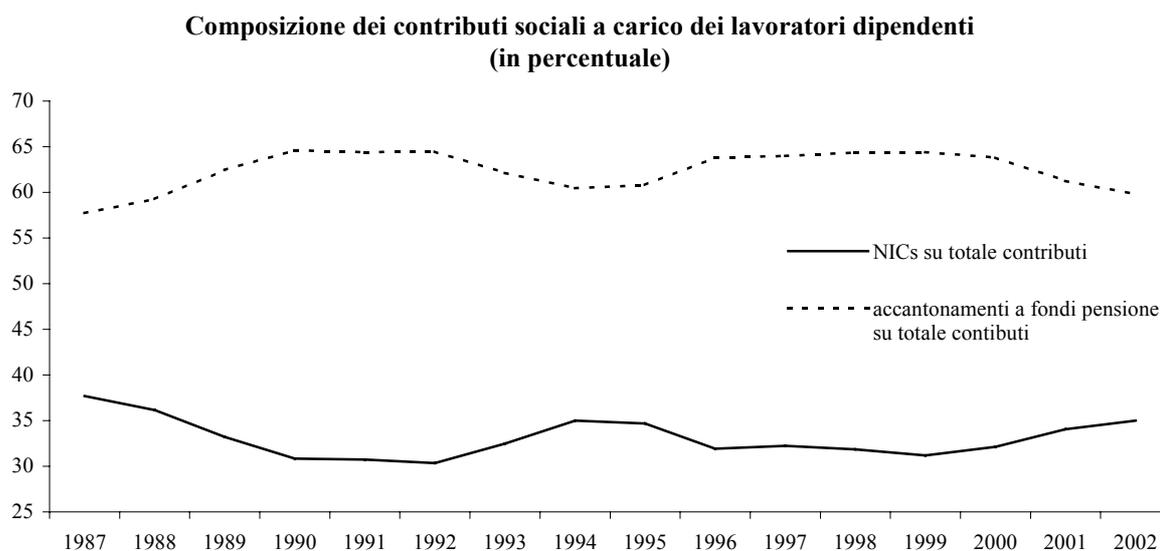
Tale recente incremento può essere attribuito alla quota degli accantonamenti sociali a carico del datore di lavoro diretta a forme previdenziali private del lavoratore, compresi i fondi aziendali. Infatti (tav. 8), tale quota si riduce fino al 1993, al 33 per cento, ma successivamente aumenta di oltre 12 punti percentuali, al 46 per cento circa nel 2002. Al contrario, i versamenti a titolo di *NICs*, in rapporto al totale dei contributi a carico dei datori di lavoro, aumentano fino al 62,5 per cento nel 1993 e successivamente si riducono progressivamente di oltre 12 punti percentuali, al 50 per cento alla fine del 2002.

Viceversa, per i lavoratori si è innanzitutto ridotta la quota dei contributi sociali a loro carico in rapporto al totale, dal 52 per cento nel 1987 al 46 per cento nel 2002. L'evoluzione

una età di pensionamento a 65 anni e un rendimento annuo lordo degli investimenti del 7 per cento, sarebbe necessario un aumento del 54 per cento dell'attuale livello del risparmio per eliminare il *savings gap*.

della composizione di tale quota, inoltre, sottolinea come la riduzione registrata negli ultimi anni riguardi la parte degli accantonamenti diretta a forme previdenziali private (fig. 2).

Figura 2



Essa, infatti, aumenta di circa 7 punti percentuali, al 64,5 per cento, tra il 1987 e il 1992, in conseguenza degli incentivi a favore della previdenza privata introdotti nel 1988, e si riduce di 4 punti nei due anni successivi, in ciò influenzata dallo scoppio, nel dicembre 1993, dello scandalo del *mis-selling* delle pensioni e della indotta tendenza a rientrare nel sistema previdenziale pubblico (*contracting in*). Dopo un aumento fino al 1998-99, la componente privata del risparmio previdenziale dei lavoratori è, in termini relativi, nuovamente in declino dal 2000, con una perdita di quasi 5 punti percentuali, al 60 per cento alla fine del 2002.

Al contrario, la parte versata dai lavoratori a titolo di *NICs* si riduce fino al 1992 di oltre 7 punti percentuali, al 30 per cento, e aumenta nei due anni successivi, di 5 punti percentuali. Nuovamente in declino fino al 1999, il rapporto tra *NICs* e contributi totali dei lavoratori aumenta progressivamente di quasi 4 punti percentuali, al 35 per cento, alla fine del 2002.

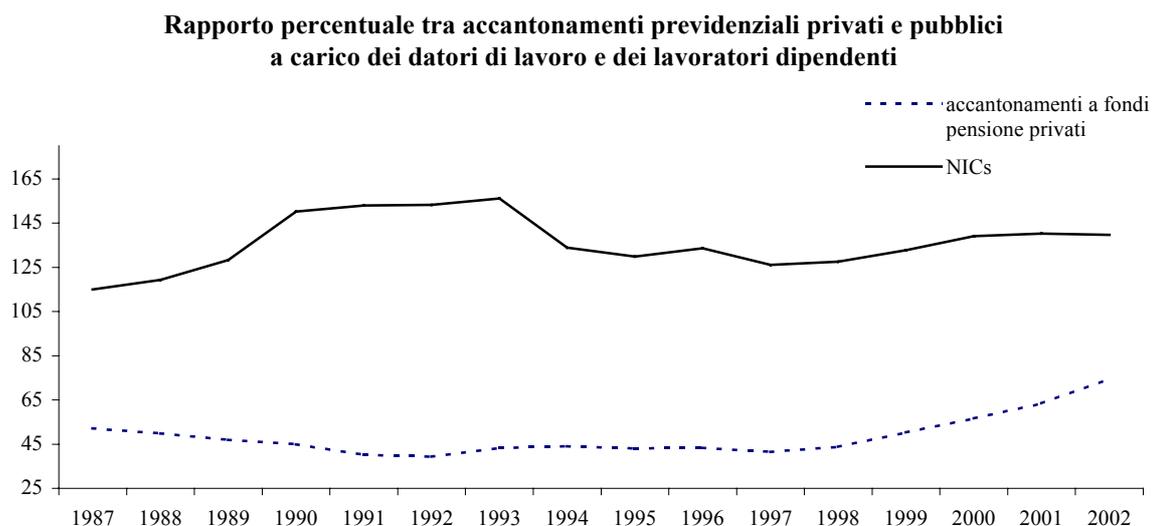
In termini assoluti, tra il 1992 e il 2002 l'ammontare dei versamenti effettuati verso i fondi pensione privati dei lavoratori è aumentato del 177 per cento per i datori di lavoro e solo del 46 per cento per i lavoratori. Viceversa, gli accantonamenti a titolo di NICs sono aumentati del 65 per cento per i datori di lavoro e dell'81 per cento per i lavoratori.

Nel 2001 e 2002, inoltre, quale parziale riflesso della caduta dei corsi azionari, il valore degli accantonamenti dei lavoratori verso i fondi pensione privati si è ridotto in termini assoluti: in passato, ciò si era verificato solo nel 1993, a causa della crisi finanziaria del 1992, con l'uscita della sterlina dal Sistema monetario europeo, e dello scandalo del *pensions mis-selling*.

I cambiamenti nella composizione degli accantonamenti previdenziali di tipo privato sono alternativamente evidenziati dall'esame del rapporto tra i contributi verso i fondi pensione privati a carico dei datori di lavoro, da un lato, e dei lavoratori, dall'altro (fig. 3).

Tale indicatore è particolarmente significativo in quanto depura sostanzialmente l'analisi sia dagli effetti sul valore dei fondi pensione derivanti dall'andamento dei corsi azionari, sia dalle variazioni del livello (ma non della composizione) dell'occupazione.

Figura 3



Il suddetto rapporto si riduce drasticamente (circa 13 punti percentuali) tra il 1987 e il 1992, al 39 per cento, influenzato dall'introduzione delle pensioni *personal* e degli incentivi alla previdenza privata, e aumenta nei due anni successivi a fronte del *mis-selling* delle pensioni; a partire dal 1997, esso aumenta ulteriormente e in misura rilevante, in particolare negli ultimi anni, dal 41 al 75 per cento, il livello maggiore dal 1987, sottolineando una più rapida crescita degli accantonamenti versati dai datori di lavoro nei fondi pensione privati dei lavoratori rispetto ai versamenti effettuati da questi ultimi.⁴⁷ In particolare, tra il 2000 e il 2002, gli accantonamenti nei fondi pensione dei lavoratori sono aumentati di 5 miliardi di sterline per i contributi a carico dei datori di lavoro e si sono invece ridotti di un pari ammontare per i contributi a carico dei lavoratori

In sintesi, i dati precedenti sembrano evidenziare una opposta tendenza nella composizione dei contributi sociali. Da un lato, aumenta per i datori di lavoro la dimensione relativa della contribuzione a loro carico diretta a forme previdenziali private dei lavoratori, tra cui gli stessi fondi aziendali: in rapporto al PIL, tale contribuzione è aumentata dal 2,2 al 3,1 per cento tra il 1997 e il 2002. Nella misura in cui ciò implica altresì un aumento della onerosità della contribuzione, oltre che un aumento della occupazione (e quindi delle adesioni a questi fondi), tale incremento può aver contribuito alla tendenza al passaggio dagli schemi a prestazione definita a quelli a contribuzione definita, in cui il contributo del datore di lavoro è generalmente inferiore.

Dall'altro lato, si registra un ridimensionamento, rispetto al totale dei contributi sociali dei lavoratori, della quota da essi accantonata nei fondi pensione: in rapporto al PIL, tale quota è diminuita dal 5,3 al 4,2 per cento tra il 1997 e il 2002. Sebbene ciò possa rappresentare la conseguenza di una sorta di "effetto reddito", indotto dall'aumento della contribuzione verso i fondi pensione effettuata dai datori di lavoro e dalla crescita dei corsi azionari fino alla primavera del 2000, allo stesso tempo non si può escludere che tale ridimensionamento rifletta una riduzione *tout court* della propensione al risparmio previdenziale dei lavoratori.

⁴⁷ A titolo di confronto, nello stesso intervallo temporale (1997-2001), il rapporto tra *NICs* a carico dei datori di lavoro e quelli versati dai lavoratori è aumentato più modestamente, dal 126 al 140 per cento.

3.1 La strategia del governo a favore dei pensionati con redditi inferiori: il means-testing

Secondo molti dei sostenitori dell'esistenza di un *savings gap* per il Regno Unito,⁴⁸ esso deriverebbe in certa parte dalle politiche in materia di sicurezza sociale adottate dal governo laburista fin dall'inizio del suo mandato nel 1997, la cui priorità riguardò il problema dell'adeguatezza del livello delle prestazioni pensionistiche, particolarmente evidente per le fasce di popolazione a più basso reddito.⁴⁹

Tali politiche hanno determinato, tra l'altro, l'attuazione di una strategia redistributiva basata sul principio cosiddetto del "*means-testing*", che parametrizza al reddito del pensionato il diritto ai benefici statali di natura assistenziale (*income-related benefits*). Tali benefici sono quindi di tipo *non-contributory*, essendo finanziati non dal beneficiario ma dalla fiscalità generale.

La *Minimum Income Guarantee* (MIG), introdotta nel 1997 al fine di aumentare il reddito dei pensionati di età pari o superiore a 60 anni (dall'ottobre 2003 sostituita dal *Pension Credit*) è il principale esempio di beneficio di tipo *means-tested*.⁵⁰

L'adozione del principio del *means-testing* da parte del governo è stata significativamente influenzata dal fatto che la crescita del reddito medio da pensione complessivo negli ultimi 20 anni, pur superiore a quella del sistema economico nel suo complesso, non si è uniformemente distribuita tra tutte le classi di reddito dei pensionati.

⁴⁸ Willetts – Yeo (2003).

⁴⁹ "...for future pensioners, the pension system we inherited - public and private - will not guarantee a decent income in retirement for everyone. On the contrary, it risks leaving up to a third of future pensioners facing poverty". DWP (1998, p. 1).

⁵⁰ Secondo il governo, la MIG ha significativamente contribuito a migliorare le condizioni economiche di circa 1,8 milioni di pensionati a più basso reddito: dal 1997, infatti, la crescita della MIG sarebbe stata doppia rispetto all'aumento del reddito medio dell'economia, a causa del fatto che, a differenza della *basic state pension*, ancorata al livello dei prezzi, la MIG è indicizzata ai redditi, beneficiando così degli aumenti di produttività registrati dall'economia nel suo complesso. Il supporto *means-tested* prevede ulteriori strumenti quali l'*housing benefit* e il *council tax benefit*, al fine di alleviare i canoni di locazione dell'abitazione principale e la tassazione su base locale, ricevuti, rispettivamente, dal 20 e 30 per cento circa dei pensionati. In generale, essi dipendono dall'importo del canone o della tassa ma spesso sono pari all'intera spesa per coloro che hanno titolo alla MIG. In base al *Pre-Budget Report* (HM Treasury 2002c, p. 96), le misure adottate a partire dal 1997 avrebbero aumentato il reddito dei pensionati di 1.150 sterline in media all'anno, che aumenterebbero a 1.500 sterline per il terzo più povero dei pensionati.

Secondo i più recenti dati dell'Office for National Statistics,⁵¹ infatti, tra il 1979 e il 1996-97 il reddito medio netto (prima dei costi di *housing*) del totale delle *pensioner units* è cresciuto del 64 per cento in termini reali (tav. 9), mentre il reddito reale medio dell'economia (*average real earnings*) solo del 36 per cento. Tra il 1994-95 e il 2001-02, inoltre, il reddito medio netto da pensione sarebbe cresciuto del 23 per cento, quello medio dell'economia solo del 12 per cento.

La maggiore crescita del reddito medio da pensioni rispetto a quella del reddito nazionale è da attribuire alle componenti di natura privata dei redditi previdenziali (pensioni *occupational* e *personal* e reddito da investimenti).⁵²

L'aumento del reddito medio da pensione non si è però trasferito uniformemente tra le diverse fasce di reddito dei pensionati. Tra il 1979 e il 1996-97, mentre il quintile più ricco delle *pensioner units* ha beneficiato di una crescita del proprio reddito mediano netto (prima dei costi di *housing*) di circa l'80 per cento (tav. 10), oltre il doppio di quella del reddito medio nazionale, per il quintile più povero la crescita è stata solo del 35 per cento per le coppie e del 28 per cento per i singoli. Di conseguenza, le differenze nella distribuzione dei redditi si sono ampliate, sebbene le stime relative al periodo tra il 1994-95 e il 2001-02 suggeriscono che la crescita del reddito medio si sia distribuita più uniformemente tra le varie classi di pensionati.

I suddetti andamenti divergenti sono ampiamente attribuibili al fatto che i pensionati più poveri non hanno beneficiato della crescita del reddito da pensione privata, maggiore rispetto all'aumento dei benefici statali. Nel 2001-02, infatti, il reddito di fonte statale, in media pari al 42 per cento del reddito da pensione complessivo (tav. 11), rappresentava solo il 18 per cento del totale per il quintile più ricco delle coppie di pensionati, ma aumentava all'84 per cento per il quintile più povero.

Il supporto *means-tested* rappresenta nel Regno Unito una componente importante del reddito da pensione, pari a oltre l'11 per cento del totale, percepito nel 2001-02 dal 32 per cento delle *pensioner units* (tav. 5), che includono il 40 per cento delle persone in età da

⁵¹ ONS (2003c), *The Pensioners' Income Series 2001-02*. L'ONS precisa che “*all estimates presented in this publication are based on sample surveys and are therefore subject to a degree of uncertainty*” (p. 31).

⁵² Si veda il paragrafo 2.

pensione, con un costo pari all'1 per cento del PIL.⁵³ Secondo stime più recenti, tuttavia, nel 2003 il numero di persone aventi diritto ai benefici *means-tested* ammonterebbe a quasi il 60 per cento del totale dei pensionati.⁵⁴ Tra il 1979 e il 2001-02, l'importo medio dei benefici *means-tested* ha registrato la crescita maggiore tra tutte le componenti del reddito totale da pensione (tav. 5), più che triplicandosi in termini reali (da 16 a 52 sterline settimanali), sebbene si sia progressivamente ridotta (dal 57 al 32 per cento) la quota delle *pensioner units* percettrici, presumibilmente a causa dell'aumento del reddito medio da pensione complessivo negli ultimi 20 anni.

La strategia redistributiva basata sul *means-testing* è tuttavia al centro delle attuali critiche in quanto determinerebbe effetti negativi sull'incentivo a risparmiare nel corso della vita lavorativa; ciò stimolerebbe comportamenti di *moral hazard* presso un ampio numero di lavoratori,⁵⁵ per i quali la dipendenza dai benefici statali sarebbe maggiormente remunerativa del risparmio. In base all'attuale meccanismo della MIG, ad esempio, per alcune categorie di pensionati appartenenti alle fasce (inferiori) di reddito prossime alla soglia di attribuzione dei benefici statali, il livello della pensione integrato dal rendimento del risparmio effettuato nel corso della vita lavorativa non sarebbe superiore al reddito spettante ad un pensionato, privo di alcuna forma di risparmio, a titolo di MIG.

I disincentivi al risparmio, inoltre, avrebbero contribuito al deludente tasso di adesione alle pensioni *stakeholder*, introdotte nell'aprile 2001 e primariamente indirizzate alle categorie di lavoratori con redditi medio-bassi, quelli maggiormente sensibili ai suddetti problemi di incentivo.

Il problema della insufficienza del risparmio nazionale destinato a fini previdenziali è stato alla base del secondo *Green Paper* del governo in materia pensionistica, pubblicato nel dicembre 2002.⁵⁶ Esso ammette la carenza di risparmio presso le fasce della popolazione a più basso reddito, e la necessità di stimolarlo introducendo prodotti finanziari più semplici, e

⁵³ Emmerson – Johnson (2001).

⁵⁴ Willetts – Yeo (2003).

⁵⁵ Secondo Frank Field, tale disincentivo potrebbe riguardare circa il 40 per cento della popolazione lavorativa (*The Times*, 11 dicembre 2002).

⁵⁶ Department for Work and Pensions (2002b), *Simplicity, Security and Choice: Working and Saving for Retirement*.

pone espressamente tra i propri obiettivi la riduzione della complessità della regolamentazione e il miglioramento della qualità e della diffusione dell'informazione sui meccanismi e i prodotti previdenziali.

Il documento, tuttavia, non fa propria la tesi dell'approssimarsi di una vera "crisi" del sistema previdenziale⁵⁷ e basa le scelte del governo in merito alla riforma dello stesso su due fondamentali premesse:

- la componente pubblica del sistema è finanziariamente sostenibile, a differenza della maggior parte dei paesi europei, e definisce quindi un "*fair deal between generations*", in quanto evita di addossare l'onere di un aumento della tassazione sulle generazioni future;⁵⁸

- con riferimento alla componente privata del sistema, se ne conferma la natura di *partnership* volontaria tra lo Stato, i lavoratori, i sindacati, il settore finanziario e i datori di lavoro⁵⁹, sottolineando come il considerevole stock di risparmio previdenziale accumulato dal settore privato attenui gli effetti negativi derivanti dagli andamenti delle variabili demografiche.

Conseguentemente, il *Green Paper* esclude modifiche strutturali dell'attuale sistema, e in particolare l'aumento del grado di obbligatorietà della contribuzione ai fondi pensione a

⁵⁷ Il governo afferma esplicitamente che il recente *Green Paper* è stato pubblicato "...against a background of increasing concern over the adequacy and security of pension provision. Some of these concerns are legitimate but many have been overstated. Most people are being paid the pension they were promised. Most are saving for their retirement, either in pensions or in other forms". DWP (2002b, p. 3). Al riguardo, si citano i dati dell'*Office for National Statistics* sull'aumento del 40 per cento degli accantonamenti previdenziali dal 1997, l'effetto positivo sulla ricchezza degli individui derivante dall'aumento dei prezzi delle abitazioni e l'opportunità di considerare l'investimento in queste ultime quale forma di risparmio. Tale approccio è criticato, ad esempio da David Willetts, ministro "ombra" per il lavoro e le pensioni (*Financial Times*, 17 dicembre 2002; *The Times*, 13 gennaio 2003), innanzitutto contestando la veridicità delle stime ufficiali sull'aumento del risparmio previdenziale. Quest'ultimo, in particolare, riguarderebbe solo i lavoratori a più alto reddito e maggiore anzianità di servizio, favoriti dalla caduta del costo dei mutui immobiliari, e conseguentemente non attenuerebbe il problema di incoraggiare il risparmio presso i lavoratori a più basso reddito.

⁵⁸ Un sistema PAYG implicherebbe una sorta di "illusione fiscale", derivante dal fatto che l'effettivo costo dei benefici previdenziali tende a emergere successivamente alla corresponsione di questi ultimi, essendo quindi possibile trasferire il suddetto costo a carico delle generazioni future. Amato – Marè (2002, p. 55).

⁵⁹ Tale natura era sottolineata già nel titolo del primo *Green Paper*, riportato in nota 37.

carico sia dei lavoratori che dei datori di lavoro, sottolineando viceversa l'importanza della natura volontaria della componente privata del sistema previdenziale.⁶⁰

Questa impostazione contrasta con una serie di richieste in tale direzione,⁶¹ ad esempio da parte del movimento sindacale a favore di un aumento del livello dei contributi a carico dei datori di lavoro.⁶²

Gli interventi di riforma si basano quindi su una serie di misure tese, da un lato, a incentivare un maggiore risparmio previdenziale e, dall'altro, a stimolare un aumento dell'età media effettiva di pensionamento,⁶³ pur escludendo l'ipotesi di aumentare l'età minima di pensionamento, attualmente a 65 anni.⁶⁴

Ad esempio, al fine di ovviare agli effetti disincentivanti del risparmio connessi all'attuale MIG, questa è stata sostituita dall'ottobre dello scorso anno dal cosiddetto *Pension Credit*, che è composto da due elementi, uno "di garanzia", cioè la corresponsione di un livello minimo di pensione, e un nuovo elemento di "premio del risparmio" (*savings reward*). Quest'ultimo assicurerà redditi superiori al minimo garantito ai pensionati con un pur modesto risparmio accumulato nel corso della vita lavorativa.

⁶⁰ In una lettera al *Financial Times* (13 dicembre 2002), Andrew Smith (Secretary of State for Work and Pensions) suggerisce di non cedere "to the temptation for a quick-fix solution", che potrebbe intaccare la funzionalità della previdenza privata. In precedenza, egli aveva espresso la propria contrarietà all'aumento del grado di obbligatorietà affermando che "(it is)...not necessarily in the low earners' interests to compel them to save and the minimum required level of pension... (risks)...becoming the maximum". (*Financial Times* del 22 novembre). Al riguardo, tuttavia, si riporta parte di una lettera al *Times* (6 dicembre 2002) di un piccolo imprenditore (25 dipendenti) favorevole all'introduzione di elementi di obbligatorietà contributiva, a fronte della bassa adesione alla nuova pensione *stakeholder* presso la propria azienda, pur avendola stimolata con un suo modesto (non obbligatorio) contributo iniziale: "Those non interested were, with a few exceptions, under 25 years old. They seemed totally to reject the reality that they will one day need a pension. They think that by signing up to such a scheme at their age is embarrassing and definitely not cool.....a £10 a month contribution...is, in their view, better spent on a few drinks or clothes". Egli conclude affermando: "Stakeholder pension schemes can never work for everyone on a totally voluntary basis, so perhaps some form of increased compulsory contributions is the answer".

⁶¹ "Most effective pension provision to date has been collectively organised, either by the state or by large employers. And it has usually involved compulsion.....the issue is thus not whether more state compulsion is required but the form it should take". Michael Prowse, *Financial Times* 18-19 gennaio 2003.

⁶² FSA (2003, p. 71).

⁶³ Nel Regno Unito, l'età media effettiva di pensionamento per gli uomini è di 62 anni, contro i 65,1 degli Stati Uniti e i 59,3 di Francia e Italia. OECD (2002).

⁶⁴ La *National Association of Pension Funds*, ad esempio, ha proposto un innalzamento a 70 anni.

Tale meccanismo, tuttavia, essendo esso stesso basato sul principio del *means-testing*, è per tale ragione criticato dall'opposizione conservatrice⁶⁵ e da numerose organizzazioni del settore privato,⁶⁶ che viceversa sottolineano l'inevitabilità di interventi strutturali di riforma del sistema. A causa delle sue scelte, il governo è quindi accusato di *tinkering*, cioè di sottovalutare l'esistenza di una vera crisi degli istituti previdenziali e cercare di riformare il sistema attuale senza effettuare radicali modifiche della struttura impostata all'atto dell'insediamento.

4. Il lato dell'offerta: il ruolo dei fondi pensione aziendali

I fondi pensione offerti dai datori di lavoro ("*occupational pension schemes*") rappresentano una delle caratteristiche distintive del sistema previdenziale del Regno Unito.⁶⁷ Il *Green Paper* pubblicato nel dicembre 2002 stima che quasi 11 milioni di lavoratori dipendenti (di cui 4,25 milioni del settore pubblico)⁶⁸ contribuiscano ad un fondo pensione aziendale. Nel settore privato, il tasso di adesione medio è superiore al 50 per cento (tav. 12) e cresce con la dimensione dell'impresa, oltrepassando infatti l'80 per cento in quelle con almeno 1.000 dipendenti.

Le forme previdenziali aziendali si dividono in due principali categorie:⁶⁹

- a prestazioni definite (*defined benefits* o *final salary* o *salary-related*), in cui l'entità della pensione dipende dal livello stipendiale al momento del pensionamento e dal numero di anni di adesione allo schema;⁷⁰

⁶⁵ Ad esempio, Willetts e Yeo (2003, p. 17) definiscono il *Pension Credit* "*the biggest expansion of means testing in modern times*" e suggeriscono una proposta di riforma dell'attuale struttura dei benefici statali mirante ad elevare la *Basic State Pension* al livello del *Pension Credit*, indicizzando la prima alle retribuzioni invece che ai prezzi.

⁶⁶ Per alcuni esempi si veda *Pensions Policy Institute* (2003, p. 21).

⁶⁷ "*Occupational pension schemes are one of the great welfare success stories of this century*". DWP (1998, p. 18).

⁶⁸ Alcuni di tali schemi sono del tipo PAYG.

⁶⁹ Dall'aprile 1997, sono disponibili anche gli schemi a benefici misti (*mixed benefit*), in base ai quali una sezione a contribuzione definita opera nell'ambito di un fondo a prestazione definita.

- a contribuzione definita (*defined contribution* o *money purchase*), assimilabili ai piani di risparmio, in cui l'entità della pensione dipende dall'ammontare dei versamenti, dalla *performance* finanziaria degli investimenti in cui tali versamenti sono confluiti, dagli oneri di gestione e dal tasso al quale il montante finale è trasformato in rendita (*annuity*).⁷¹

L'adesione a tali schemi, prevalentemente⁷² attraverso il meccanismo del *contracting out* dalla pensione pubblica di secondo livello, è la forma di previdenza privata più diffusa e spesso maggiormente conveniente per i lavoratori, in quanto generalmente include un contributo da parte del datore di lavoro, oltre a quello eventuale del lavoratore, e una serie di benefici aggiuntivi.⁷³ La prestazione offerta dalle forme *defined benefits* è relativamente maggiore all'aumentare del periodo di appartenenza ad una stessa azienda, a causa del basso

⁷⁰ Tipicamente, la pensione è uguale a 1/60 dell'ultimo salario moltiplicato per ogni anno di servizio, fino a un massimo di 40, così implicando una prestazione massima pari a 2/3 dell'ultimo salario. Blake (2003b).

⁷¹ Le due tipologie di schemi implicano diverse strategie di gestione. L'obiettivo della gestione di un fondo a contribuzione definita è la massimizzazione del valore atteso delle attività del fondo aggiustato per il rischio (*risk-adjusted expected value of the asset portfolio*), cioè al netto di una *risk penalty* pari al rapporto tra la volatilità delle attività e il grado di avversione al rischio degli aderenti. La strategia di investimento attualmente considerata appropriata per un fondo a prestazione definita è invece la cosiddetta *asset-liability management* – *ALM* (o *surplus risk management*), che implica la costruzione di un portafoglio di attività finanziarie in grado di consentire il *matching* con le passività su due aspetti chiave: la dimensione e la volatilità. A tal fine, l'ALM utilizza due strumenti: 1) l'ammontare della contribuzione a carico del datore di lavoro (in percentuale del salario lordo del lavoratore - *contribution rate*) e 2) la *strategic asset allocation*, equivalente a quella composizione delle attività in portafoglio che minimizza una funzione di perdita data dalla somma ponderata del *contribution risk* (la volatilità nel tempo del livello di contribuzione a carico del datore di lavoro) e del *surplus risk* o *shortfall risk* (differenza tra valore di mercato delle attività e valore attuale delle passività del fondo, che potrebbe comportare la necessità di un inatteso *cash funding* a carico del datore di lavoro): $Loss = surplus\ risk + \lambda\ contribution\ risk$, con λ che rappresenta il parametro dell'importanza relativa attribuita dal datore di lavoro ai due tipi di rischio. Le scelte di portafoglio di un fondo pensione a prestazione definita implicano quindi un *trade off*, a seconda della preferenze dell'impresa sponsor, tra il *livello* della contribuzione a suo carico, da un lato, e i *surplus* e *contribution risks*, dall'altro: se l'obiettivo (prevalente in passato) è quello di minimizzare il livello della contribuzione, l'allocation ottimale di portafoglio sarà principalmente in strumenti ad alto rendimento quali le azioni, al prezzo di accettare maggiori *surplus* e *contribution risks*, data la più elevata volatilità di tali strumenti. Viceversa, la strategia di gestione di un fondo a prestazione definita suggerita più recentemente mira a minimizzare il *surplus risk*, scegliendo le attività del fondo in modo tale da costituire quanto più possibile un cosiddetto "*liability immunising portfolio*", in cui la volatilità aggregata delle attività combacia esattamente con quella delle passività ed esiste perfetta correlazione tra *assets* e *liabilities*. Poiché la volatilità delle passività dipende, tra l'altro, dalle variazioni future del salario reale dei lavoratori, e data l'assenza di titoli pubblici indicizzati al tasso di crescita del reddito medio nazionale, in pratica, il *surplus risk* può essere minimizzato (ma non annullato) utilizzando titoli *index-linked*, quelli che maggiormente consentono il *matching* con passività legate alla crescita dei salari. Blake (2003a).

⁷² L'adesione agli schemi pensionistici privati può avvenire anche senza rinuncia alla S2P, cosiddetta adesione *contracted-in*. In tal caso, però, non si usufruisce degli incentivi fiscali.

⁷³ Ad esempio, una somma *lump-sum* esente da tassazione al momento del pensionamento, benefici in caso di malattia o decesso (*death-in-service payments*), anche a favore dei parenti superstiti, assicurazioni sulla vita, possibilità di pensionamento anticipato e, in futuro, fruizione della pensione pur continuando a lavorare.

valore di trasferimento degli accantonamenti in caso di cambiamento del posto di lavoro e/o dello schema pensionistico (*portability loss*).

La rilevanza delle forme previdenziali aziendali può essere apprezzata in base ai risultati dell'ultimo censimento effettuato nel 2001 dal *Government Actuary's Department*, il quale utilizza i dati contenuti nel *Pension Schemes Registry* gestito dalla *Occupational Pensions Regulatory Authority* (OPRA), operativa dal 1997 quale autorità pubblica di vigilanza e regolamentazione dei fondi aziendali.⁷⁴

Nell'agosto 2001, tale registro comprendeva circa 105.000 fondi pensione aziendali del settore privato⁷⁵ (tav. 13), classificati in base allo status, cioè a seconda che la contribuzione fosse:

- aperta a nuovi aderenti e a quelli già esistenti (*open*);
- chiusa a nuovi aderenti (*closed*);
- chiusa sia a nuovi aderenti che a quelli già esistenti (*frozen*);
- chiusa e il fondo fosse in via di liquidazione (*winding up*).

I dati sull'adesione (tav. 14) evidenziano innanzitutto come essa sia concentrata nei circa 200 fondi *open* di maggiore dimensione (oltre 10.000 membri): in termini di

⁷⁴ La legislazione sui fondi *occupational* è stata oggetto di numerose modifiche negli ultimi anni. Ad esempio, antecedentemente all'aprile 1997 gli schemi *salary-related* erano obbligati a pagare ai propri membri una pensione di livello non inferiore alla cosiddetta "guaranteed minimum pension" (GMP), sostanzialmente pari alla pensione corrisposta dal SERPS in caso di mancato *contracting out*. In aggiunta, la GMP era indicizzata totalmente fino ad un tasso di inflazione del 3 per cento, mentre per l'importo eccedente la GMP l'indicizzazione era totale fino ad un tasso di inflazione del 5 per cento. Il Pension Act 1995 ha abolito, con decorrenza aprile 1997, il vincolo di corresponsione della GMP per i fondi *occupational* di tipo *salary-related*, estendendo nel contempo l'indicizzazione all'intera pensione pagata da tali fondi totale, fino al tasso di inflazione del 5 per cento (*Limited Price Indexation*). Essi devono tuttavia soddisfare un requisito di qualità, denominato "reference scheme test", in base al quale il fondo aziendale a prestazione definita può essere scelto quale alternativa alla pensione statale di secondo livello solo se offre benefici non inferiori a quelli stabiliti dal cosiddetto *test standard*. Tale *benchmark* assicura che gli schemi pensionistici *contracted out* soddisfino gli standard legali previsti dal Pension Scheme Act del 1993. I principali standard fissati dal test sono: corresponsione della pensione a partire dal 65esimo anno di età, indicizzazione ai prezzi fino a un massimo del 5 per cento; la pensione iniziale minima è pari a 1/80esimo del salario medio, calcolato nei tre anni precedenti il pensionamento, per ogni anno di servizio, fino a un massimo di 40; reversibilità a favore del coniuge superstite nella misura del 50 per cento.

⁷⁵ In base al precedente censimento, effettuato nel 1995, nel settore privato si contavano 151.000 fondi pensione aziendali, di cui 37.980 a prestazione definita e 109.440 a contribuzione definita. GAD (2000, p. 24, tav. 5.2).

numerosità, infatti, essi ammontano a solo lo 0,3 per cento del totale, ma includono il 46 per cento degli aderenti (2,6 milioni)⁷⁶ e detengono il 66 per cento delle attività finanziarie (oltre 500 miliardi di sterline) di tutti i fondi (tav. 15).

I fondi minori, tuttavia, pur detenendo solo il 6 per cento delle attività finanziarie (44 miliardi), sono quelli con il più alto valore delle attività finanziarie per aderente, 113mila sterline contro le 54mila dei fondi maggiori.

In relazione alla tipologia (tav. 14), sebbene i 17.900 fondi a prestazione definita rappresentino solo il 29 per cento del totale degli schemi *open*,⁷⁷ essi comprendono l'81 per cento degli aderenti (4,6 milioni) ai fondi aziendali, i quali sono inoltre sono concentrati per il 63 per cento (2,9 milioni) nei circa 300 schemi con almeno 5.000 iscritti.

La maggior parte dei membri dei fondi *occupational* vi aderiva, mediante il *contracting out*, in sostituzione della pensione pubblica di secondo livello (SERPS/S2P).⁷⁸ I 4,7 milioni degli aderenti attivi dei fondi *open* e *closed contracted out* (tav. 16) rappresentavano infatti l'83 per cento del totale degli appartenenti ai fondi aziendali *open* e *closed*, di cui 4,1 milioni nel tipo a prestazione definita. Questi ultimi erano concentrati per il 66 per cento (2,7 milioni) negli schemi con almeno 5.000 aderenti.

Negli anni più recenti si registra una accentuazione della tendenza al passaggio dai fondi a prestazioni definite a quelli a contribuzione definita, avviatasi a partire dal 1980. In particolare, sebbene nel 1996 l'85 per cento degli schemi aziendali sostitutivi delle prestazioni pubbliche (*contracted-out*) fosse del tipo a prestazione definita, l'85 per cento degli schemi aperti a partire dal 1998 è del tipo a contribuzione definita.⁷⁹

⁷⁶ Tali percentuali sono in linea con i risultati del *Survey on Employers' Pension Provision* condotto dal Department for Work and Pensions (2002a) su un campione formato da 2.000 imprese del settore privato con circa 2,8 milioni di lavoratori alle dipendenze. Nel complesso, il 7 per cento delle organizzazioni del settore privato (comprendenti il 53 per cento dei dipendenti) offriva un fondo *occupational*, ma tale percentuale aumentava all'80 per cento per le imprese con almeno 1.000 dipendenti.

⁷⁷ In aggiunta, la quota a prestazione definita rappresenta la maggioranza degli schemi misti.

⁷⁸ I fondi aziendali autorizzati al *contracting out* sono ufficialmente definiti, seconda della forma tecnica, COSRS (*contracted-out salary-related schemes*), COMPS (*contracted-out money-purchase schemes*) e COMBS (*contracted-out mixed-benefit schemes*).

⁷⁹ Blake (2002a).

Nonostante la previsione di un raddoppio del numero di tale tipologia di fondi nei prossimi 10 anni, la grande maggioranza delle attività e passività dei fondi pensione aziendali resta ancora negli schemi a prestazione definita. Conseguentemente, l'accentuazione della tendenza alla chiusura ai nuovi aderenti non impedirà ai fondi *defined benefits* (e alle loro passività) di costituire “*the key issues for companies well into the future*”.⁸⁰

4.1 La preferenza per l'investimento azionario

Gli effetti negativi sull'equilibrio finanziario dei fondi pensione aziendali determinati dal forte calo dei corsi azionari nel triennio 2000-02, e il conseguente sentimento di diffusa e crescente cautela verso le azioni, hanno messo in discussione la scelta di allocazione di portafoglio finora ampiamente adottata da tali investitori istituzionali del Regno Unito, caratterizzata dalla marcata prevalenza dei titoli azionari.

Quest'ultima è il risultato di un processo di accumulazione risalente alla prima metà degli anni sessanta. All'inizio di tale decennio, infatti, prevaleva nel Regno Unito una allocazione di portafoglio a favore delle obbligazioni (51 per cento) rispetto alle azioni (47 per cento), ma già nel 1967 il peso relativo di queste ultime aveva superato quello delle prime. Nel 1993 la quota delle azioni raggiunse il picco dell'82 per cento, con le obbligazioni ridotte a solo il 9 per cento. Alla base di tale “*big equity bet*” stanno due fattori principali: l'impatto dell'inflazione sui rendimenti obbligazionari e l'uso della diversificazione di portafoglio al fine di ridurre il rischio specifico dei singoli titoli azionari.⁸¹

Le azioni, in quanto attività reali i cui rendimenti nominali sono strettamente correlati alla crescita dei prezzi, proteggerebbero l'impresa offerente il fondo pensione (l'impresa

⁸⁰ HSBC (2003, p. 26).

⁸¹ Si menzionano inoltre il ruolo delle norme contabili (discusso nel successivo paragrafo 4.3) e di un fattore tecnico, la *maturity* del fondo (il numero medio di anni necessari agli aderenti per aver titolo alla pensione - *service life*), rispetto alla quale la quota di azioni dovrebbe variare in modo inversamente proporzionale. La bassa *maturity* dei fondi pensione del Regno Unito all'inizio degli anni sessanta contribuirebbe così a spiegare la preferenza per le azioni sviluppata a partire da tale periodo. Cooper – Bianco (2003).

“sponsor”) dal rischio di una inflazione effettiva superiore a quella attesa,⁸² che potrebbe implicare una contribuzione aggiuntiva nel fondo stesso. Oltre al rischio di inflazione, l’impresa sponsor fronteggia il cosiddetto *salary risk*, derivante dal fatto che il livello delle pensioni può essere legato ai salari (particolarmente nel Regno Unito, data la presenza degli schemi *final salary*) piuttosto che all’inflazione. Poichè i salari e i prezzi azionari sono entrambi ragionevolmente dipendenti dall’andamento dell’economia reale, tale correlazione rende le azioni un’opportuno strumento di *hedging* delle passività previdenziali dell’impresa sponsor contro il rischio di una dinamica effettiva dei salari diversa da quella attesa.

Il secondo fattore che spiega la preferenza per le azioni è dato dal loro più favorevole profilo rischio/rendimento nel lungo periodo: a fronte di un rendimento storicamente maggiore (“*equity risk premium*”) rispetto, ad esempio, alle obbligazioni, le azioni si caratterizzerebbero altresì per una minore rischiosità nel lungo periodo (effetto di “*time diversification*”), derivante dalla proprietà di *mean reversion* dei rendimenti azionari.⁸³ Combinando l’*equity risk premium* e gli effetti di *time diversification* e *mean reversion*, l’investimento azionario configurerebbe così un *free lunch*, in quanto, in contrasto con la relazione positiva tra rischio e rendimento generalmente postulata per le attività finanziarie, le azioni offirebbero nel lungo termine un rendimento maggiore senza un corrispondente aumento della rischiosità.⁸⁴

La volontà di appropriarsi di tale *free lunch* sarebbe in ultima analisi alla base del peso finora preminente della componente azionaria nei portafogli dei fondi pensione. All’inizio degli anni sessanta, infatti, azioni e obbligazioni si alternarono nell’offrire i migliori rendimenti, ma nei 22 anni successivi al 1978 le azioni furono *overperforming* sulle obbligazioni in 17 anni. Ciò produsse un forte impatto sulla *asset allocation* dei fondi pensione: nel 1978, infatti, il peso delle azioni era ancora del 49 per cento, sostanzialmente il livello del 1963, ma aumentò fino al picco dell’82 per cento in soli 15 anni.

⁸² L’inflazione attesa esula dal costituire un problema, essendo incorporata nei tassi di interesse nominali.

⁸³ Si ha *mean reversion* quando rendimenti positivi in un dato periodo sono seguiti con probabilità relativamente maggiore da rendimenti negativi nel periodo successivo e viceversa.

⁸⁴ In altri termini, l’esistenza di un *free lunch* equivale a osservare differenze tra i rendimenti azionari e obbligazionari calcolati su base *risk adjusted*.

Il favorevole andamento dei corsi azionari si tradusse in una progressiva riduzione dei costi degli stessi accantonamenti previdenziali a carico dell'impresa sponsor, spesso fino alla sospensione di questi ultimi ("*contribution holiday*"), e in molti casi in un aumento dei profitti aziendali mediante prelevamenti dai fondi pensione sovrafinanziati. Tali fattori determinarono una caduta del costo medio degli accantonamenti previdenziali per le imprese del Regno Unito dal 10 per cento dei profitti operativi all'inizio degli anni ottanta, al 5 per cento alla fine dei novanta.⁸⁵

Più recentemente, lo scoppio della "bolla tecnologica" ha ridotto del 40 per cento il valore dei titoli azionari di fondi pensione e compagnie di assicurazioni sulla vita, da 980 miliardi alla fine 1999 agli attuali 600 miliardi (tav. 2),⁸⁶ così terminando il periodo di sostenuta *equity overperformance*.

La forte correzione dei corsi azionari ha determinato un radicale cambiamento dell'approccio alle scelte di allocazione dei portafogli dei fondi pensione. La quasi incondizionata preferenza verso gli investimenti azionari è ora messa in discussione da un nuovo approccio, meno concentrato sui rendimenti attesi e maggiormente focalizzato su considerazioni di natura strutturale. Alla base del nuovo approccio è l'acquisita consapevolezza delle vere implicazioni dell'*equity bet* sulle imprese offerenti schemi a prestazioni definite, in termini sia di potenziali effetti negativi sulla crescita dei profitti futuri sia di impatto sui bilanci.

Il fatto che gli schemi a prestazione definita rappresentassero una reale passività futura per le imprese sponsor era infatti stato offuscato dagli elevati rendimenti registrati nei 25 anni antecedenti l'attuale fase di declino dei valori azionari; in certa misura, ciò favorì, da un lato, un non compiuto apprezzamento da parte di imprese sponsor e gestori dei fondi della

⁸⁵ "During the bull market in equities, ever rising pension asset values, favourable demographic trends and arguably opaque, if not questionable, accounting practices made corporate pension provision appear almost a 'free good'. As long as the market kept rising then the funds would grow to meet any liability. This resulted in the cost of pension provision falling for most companies...and in some cases (they) were even able to boost profits by withdrawing money from over-funded pension funds...(now) the free ride on the back of perpetually rising equity markets has come to an end". (HSBC 2003, pp. 7, 26 e 85).

⁸⁶ Ciononostante, il *big equity bet* iniziato negli anni sessanta è considerato un successo per i fondi pensione del Regno Unito. Secondo la HSBC (2003, p. 85), un capitale iniziale di 100 sterline nel 1963 avrebbe attualmente un valore di circa 8.000 sterline se fosse stato investito adottando una allocazione di portafoglio con pesi uguali (50 per cento) ad azioni e obbligazioni e di 12.000 sterline se il portafoglio fosse stato composto esclusivamente da azioni.

vera rischiosità delle azioni lungo diversi orizzonti temporali (insinuando l'errata percezione che gli accantonamenti previdenziali costituissero un *free lunch*), e dall'altro lato, l'accondiscendenza delle agenzie di *rating* sull'allocazione di portafoglio adottata.

L'attenuazione della propensione relativa all'investimento azionario, tuttavia, non rappresenta esclusivamente la diretta conseguenza della correzione delle quotazioni dal picco raggiunto nella primavera del 2000. La riduzione del peso relativo della componente azionaria nei portafogli di tali investitori istituzionali può infatti farsi risalire almeno al 1993: dai massimi di tale anno (tav. 2), la quota aggregata delle azioni quotate (nazionali ed estere) sul totale delle attività finanziarie di fondi pensione e compagnie di assicurazione sulla vita si è ridotta di 20 punti percentuali, al 40 per cento nel 2002, il valore più basso degli ultimi 15 anni, ed è corrispondentemente aumentata la componente obbligazionaria. Misurata in rapporto al totale delle azioni del Regno Unito, la quota di azioni detenuta da tali investitori è passata dal 41 per cento nel 1993 al 27 per cento nel 2002 (tavv. 1 e 2).⁸⁷

Tale declino deriva quindi da un ampio complesso di cause di varia natura, tra cui un *re-assessment* della adeguatezza e della effettiva redditività e rischiosità dell'investimento azionario nel lungo periodo rispetto a strumenti finanziari alternativi.

Al riguardo, la discutibilità della visione tradizionale secondo cui la volatilità dei rendimenti azionari è inversamente proporzionale alla lunghezza dell'orizzonte di investimento è stata dimostrata da numerosi economisti, tra cui Robert Merton e Paul Samuelson, in base alla teoria della massimizzazione della utilità attesa e, più recentemente, utilizzando la teoria dell'*option pricing*.⁸⁸

In tale ultimo contesto, assumendo quale misura della rischiosità di un investimento il costo dell'assicurazione contro il rischio di ottenere un rendimento inferiore al tasso di interesse sull'attività *risk-free*, la rischiosità di un titolo azionario *aumenta*, anziché diminuire, all'aumentare dell'orizzonte di investimento.⁸⁹ Conseguentemente, per gli

⁸⁷ Includendo le azioni non quotate, le suddette percentuali ammontano, rispettivamente a 47 e 33 per cento. Office for National Statistics (2003a, tav. 4.1.9).

⁸⁸ Bodie (1995).

⁸⁹ Bodie (1995, p. 5) precisa che tale conclusione è valida pur in presenza di *mean reversion* dei rendimenti azionari. Una ulteriore evidenza indiretta della maggiore rischiosità delle azioni nel lungo periodo è offerta dal mercato dei derivati. Il costo della copertura, ad esempio mediante una opzione *put*, contro il rischio

intermediari obbligati a garantire il pagamento regolare di *annuities*, la proposizione che considera le azioni in portafoglio uno strumento di *hedging* tanto migliore quanto più lunga è la *maturity* delle loro obbligazioni sarebbe errata.⁹⁰

Si sostiene⁹¹ inoltre che l'*equity risk premium* non corrisponde affatto, in tutto o in parte, a un *free lunch*, in quanto pur essendo vero che nel lungo periodo la variabilità dei rendimenti *medi* annui si riduce, ciò non necessariamente si verifica per la variabilità dei rendimenti *totali* nei singoli anni (cioè il *range* di tutti i possibili rendimenti) in assenza di *mean-reversion*. Riguardo a quest'ultima proprietà dei rendimenti azionari, sebbene esista un certo sostegno empirico per il Regno Unito e gli Stati Uniti, tale evidenza non è priva di ambiguità e comunque sarebbe insufficiente a giustificare un elevato peso della componente azionaria.

La tendenza al ridimensionamento della *suitability* delle azioni per gli investimenti previdenziali si è spinta fino a prefigurare l'opportunità di una strategia di portafoglio per i fondi pensione a prestazione definita che attribuisca un peso nullo alle azioni (*zero-equity strategy*).⁹² L'opportunità di tale strategia deriva strettamente dall'adozione di un criterio di valutazione delle scelte di portafoglio dei fondi pensione esclusivamente centrato nel considerare gli effetti di tali scelte sul valore dell'impresa sponsor, piuttosto che sugli interessi di altri *stakeholders* (quali gli stessi aderenti al fondo).

In particolare, tale strategia mette in dubbio una delle comuni giustificazioni della preferenza per gli investimenti azionari, la capacità di creare valore per gli azionisti dell'impresa sponsor attraverso la loro maggiore redditività:⁹³ quest'ultima, infatti,

di ottenere rendimenti azionari inferiori al tasso di inflazione (o a quelli delle obbligazioni) *aumenta* con la lunghezza dell'orizzonte temporale. HSBC (2003, p. 46).

⁹⁰ “It is apparently a widespread belief among policymakers that a well-diversified pension portfolio of stocks provides an effective long-run hedge against liabilities of defined-benefit pension plans, so that there is no mismatch problem....this belief is mistaken”. Bodie (1995, p. 21).

⁹¹ Cooper – Bianco (2003).

⁹² Cooper – Bianco (2003). Nella pratica, l'applicazione in pratica dell'approccio *zero-equity* da parte dei fondi pensione aziendali è rara. L'unico rilevante esempio di tale scelta estrema è quello di *Boots*, la catena farmaceutica al dettaglio del Regno Unito, che all'inizio del 2001 ha adottato per il proprio fondo pensione (del valore di 2,5 miliardi di sterline) una allocazione esclusivamente in obbligazioni a tasso fisso o indicizzate all'inflazione, convertendo in tali strumenti i circa 1,5 miliardi di sterline di azioni precedentemente detenute.

⁹³ Più in generale, inoltre, in analogia al teorema di Modigliani-Miller sull'irrelevanza della struttura finanziaria e della politica dei dividendi ai fini del valore dell'impresa, date certe assunzioni (ad esempio

permettendo di sussidiare i contributi previdenziali a carico dell'impresa, determinerebbe un aumento del *cash flow* disponibile e, per tale via, della sua quotazione di borsa, pari al valore attuale del futuro *cash flow*.⁹⁴

Tale argomentazione è tuttavia incompleta, in quanto omette di considerare che un aumento della quota relativa di titoli azionari si accompagna a una maggiore variabilità dei loro rendimenti e, conseguentemente, a un aumento della incertezza sui futuri accantonamenti previdenziali effettivi (cioè al netto del sussidio derivante dai rendimenti azionari). Ciò, in ultima analisi, si riverbera sulla rischiosità dell'impresa stessa e sul suo valore di mercato. In particolare, l'effetto sulla rischiosità può prevalere sul quello positivo derivante dai maggiori rendimenti azionari, per cui il valore dell'impresa su base *risk adjusted* non risulta aumentato.

La conseguenza di tale argomentazione è che l'onere effettivo delle promesse pensionistiche è determinato esclusivamente dalla natura di tali passività e non dal loro metodo di *funding* (attraverso i rendimenti di un portafoglio obbligazionario o i *capital gains* delle azioni). Il vero costo da considerare ai fini della valutazione della onerosità di tali promesse è il cosiddetto *service cost*, pari al valore attuale dei benefici promessi netti, con esclusione di ogni altra voce.⁹⁵

La recente riduzione della quota azionaria a favore di quella obbligazionaria nei portafogli dei fondi pensione è altresì giustificata considerando che le passività pensionistiche sono generalmente definite dagli economisti quali *bond-like liabilities*: ai fini

assenza di distorsioni di natura fiscale), sarebbe possibile dimostrare l'irrelevanza dell'allocazione di portafoglio del fondo pensione per il valore dell'impresa *sponsor* ("*shareholder value*"). Tale dimostrazione si fonda sul principio di arbitraggio, in base al quale i rendimenti attesi di azioni e obbligazioni, pur essendo differenti in termini nominali (le azioni incorporano un *equity risk premium* dell'ordine di 3-5 punti percentuali) si eguagliano su base *risk-adjusted* (e assumendo efficienza del *pricing*). Cooper – Bianco (2003, p. 4).

⁹⁴ Il più elevato *leverage* indotto dall'aumento del peso relativo delle azioni, inoltre, aumenterebbe l'EPS ("*earnings per share*").

⁹⁵ Tale costo è teoricamente determinato dalla condizione che il *funding* delle passività previdenziali (cioè l'allocazione di portafoglio del fondo aziendale) non aumenti la rischiosità dell'impresa: in pratica, il *service cost* corrisponde al *cash flow* da investire in un cosiddetto "*perfect hedge portfolio*" quello cioè composto da attività che permettono un esatto *matching* delle corrispondenti passività (nella fattispecie, quelle previdenziali). Equivalentemente, tale *cash flow* è pari al valore attuale dei benefici promessi, quest'ultimo determinato applicando il tasso di rendimento del *perfect hedge portfolio* al flusso dei pagamenti pensionistici futuri. Tale portafoglio è approssimato da una combinazione di attività obbligazionarie ad elevato *rating* e tasso fisso o indicizzato all'inflazione. Cooper – Bianco (2003, p. 12).

degli equilibri di portafoglio, quindi, tale caratteristica suggerirebbe un *matching*, dal lato dell'attivo, con strumenti obbligazionari piuttosto che con azioni. Tale prescrizione, inoltre, deriva dalle raccomandazioni formulate nelle conclusioni del Rapporto Myners,⁹⁶ che stimolerebbero il passaggio da una strategia di gestione dei fondi pensione a prestazione definita basata sulla massimizzazione dei rendimenti attesi, alla base della passata preferenza per gli strumenti azionari, a una strategia fondata sull'*asset-liability management*. Quest'ultima seleziona le attività in portafoglio in funzione del loro *matching* con le passività, in termini di volatilità e correlazione, così ridimensionando il peso delle azioni e favorendo, tra l'altro, quello dei titoli pubblici *index-linked*.⁹⁷

L'attribuzione di un peso maggiore alle attività finanziarie a reddito fisso, inoltre, può dipendere da fattori di tipo tecnico, ad esempio connessi all'aumento del rapporto tra numero di pensionati a carico dei fondi e membri attivi. Tale aumento, innalzando la *maturity* media delle passività previdenziali, comporta l'adozione di una strategia di gestione del portafoglio cosiddetta *life-styling*, caratterizzata cioè da un progressivo incremento della componente obbligazionaria.

Al riguardo, occorre tuttavia notare che, sebbene tale incremento attenui il problema del *mismatching* dei portafogli dei fondi pensione, esso non sarebbe immune da controindicazioni. I titoli obbligazionari, implicando una esposizione al rischio di inflazione, rappresentano un investimento opportuno per un fondo pensione solo se includono meccanismi di indicizzazione.⁹⁸ Al riguardo, nel Regno Unito, dato il basso livello dell'indebitamento del governo e la propensione delle imprese al finanziamento azionario, ad un aumento strutturale e significativo della domanda di titoli obbligazionari non

⁹⁶ HM Treasury (2001).

⁹⁷ Si veda la nota 71.

⁹⁸ “*A funded system provides good protection against inflation risk only if the government issues index bonds*” (Lindbeck e Persson, 2003 p. 105). L'uso di *inflation-protected bonds* è discusso in Bodie (2001), in cui si ricorda che “*..in 1981 the government of the UK started issuing inflation-indexed gilts with the stated goal of providing a means for pension funds to hedge retirement benefits that were indexed to the cost of living*” (p. 3). Anche in Italia, la recente emissione del Tesoro di BTP con capitale e interessi indicizzate all'inflazione è stata commentata in senso favorevole allo sviluppo della previdenza integrativa. Si veda *Il Sole-24 ore*, 24 settembre 2003, p. 36.

necessariamente corrisponderebbe una variazione dell'offerta in grado di soddisfarla e comporterebbe forti rischi per la stabilità dei mercati azionari.⁹⁹

Più recentemente, infine, è stata posta l'attenzione sull'uso di metodi distorti e opachi di contabilizzazione del fondo pensione quale ulteriore fattore che avrebbe contribuito a sottostimare in passato l'effettiva rischiosità delle azioni e, più in generale, il costo dei fondi pensione a prestazione definita. Tali metodi permettono infatti pratiche di dubbia validità (quali l'inclusione dei rendimenti futuri attesi dalle attività nella valutazione del valore del fondo o l'ammortamento di guadagni e perdite attuariali registrate in passato) che in ultima analisi offuscano gli effettivi oneri previdenziali per l'impresa.¹⁰⁰

4.2 Il winding-up degli schemi a prestazioni definite

Uno dei motivi di maggiore preoccupazione che attualmente interessa il sistema pensionistico del Regno Unito è dato dalla tendenza alla chiusura ai lavoratori neo-assunti (“winding-up”)¹⁰¹ dell'adesione ai fondi pensione a prestazione definita offerti da imprese

⁹⁹ “It is important to take into account both the feasibility of a major switch in strategic asset allocations and the transitional consequences. Are there sufficient....index-linked bonds available for pension funds to switch into? What would happen to equity prices if all pension funds tried to sell their holdings at the same time?”. Blake (2003a, p. 31). L'autore fa in particolare notare che al 31 dicembre 2001 il valore di mercato dei titoli pubblici *index-linked* ammontava a solo il 4,8 per cento del valore delle azioni quotate del Regno Unito (Blake, 2003a, p. 31, tav. 5). Secondo Tom Ross, presidente della *Faculty of Actuaries* di Edimburgo, uno spostamento strutturale degli investimenti dei fondi pensione a favore dei titoli obbligazionari implicherebbe “a fundamental restructuring of the UK corporate finance”. *Financial Times*, 26 febbraio 2003. Uno squilibrio tra domanda e offerta di titoli obbligazionari, inoltre, comporta il rischio di errori nella valutazione del merito di credito degli emittenti. L'aumento della domanda di attività a reddito fisso nel Regno Unito registrato nel 2003, infatti, ha riguardato in particolare il segmento delle emissioni *corporate*, caratterizzate da un più alto rendimento (e rischio) rispetto ai titoli pubblici, utilizzati quali *benchmark*. Ciò è in parte da attribuire all'azione delle compagnie di assicurazione, alla ricerca di rendimenti tali da permettere alle stesse di poter profittevolmente corrispondere i tassi di interesse garantiti sulle polizze assicurative (Bank of England, 2003, p. 11). Le pressioni dal lato della domanda hanno però determinato una riduzione degli *spread* tra i tassi di interesse delle obbligazioni *corporate* e quelli del *benchmark*, in misura a volte non in linea con un corretto *risk pricing* e con l'equilibrio finanziario di tali intermediari.

¹⁰⁰ “The main catalyst that prompts the greatest questioning of equity investment could be a change in pension accounting that would make the true risk and cost of pension provision transparent”. Cooper - Bianco (2003, p. 6). Il trattamento contabile del fondo pensione quale entità separata dall'impresa sponsor contribuirebbe al mancato apprezzamento delle conseguenze degli investimenti previdenziali in strumenti azionari. Il consolidamento della contabilità del fondo in quella dell'impresa favorirebbe una corretta percezione della vera rischiosità. Le nuove norme sulla contabilizzazione degli schemi a prestazioni definite sono discusse nel successivo paragrafo 4.3.

¹⁰¹ Il GAD (2002, p. 28) definisce *winding-up* “the process of terminating an occupational pension schemes, usually by applying the assets to the purchase of immediate annuities and deferred annuities for the

non necessariamente in crisi o insolventi.¹⁰² In alcuni casi, la sospensione dei versamenti negli schemi *occupational* è stata estesa anche ai lavoratori già occupati, sulla base del fatto che la chiusura ai soli nuovi membri garantirebbe risparmi solo minimi per l'impresa sponsor.

In base ai dati della *National Association of Pension Funds* (NAPF),¹⁰³ nel 2002 84 schemi *final-salary* del settore privato sono stati chiusi a nuovi entranti, contro i 46 nel 2001; 25 dei suddetti 84 schemi hanno altresì chiuso ulteriori contribuzioni agli attuali membri, convertendosi in schemi a contribuzione definita.¹⁰⁴ La tendenza alla chiusura ai nuovi entranti si è inoltre accentuata nel 2003.

Tali cifre riflettono l'incremento dei costi degli accantonamenti previdenziali a carico dei datori di lavoro,¹⁰⁵ determinato, tra l'altro, dalla caduta dei corsi azionari nel triennio 2000-02 e dalla maggiore longevità della popolazione. Secondo il NAPF, il 95 per cento delle imprese ha registrato un aumento degli oneri connessi all'offerta di una pensione *occupational* rispetto a 5 anni fa e tale trend dovrebbe continuare nei prossimi 5 anni: mentre nel 2002 solo il 7 per cento dei datori di lavoro segnalava un aumento della contribuzione a favore dei dipendenti, tale percentuale è salita al 53 per cento nel 2003.¹⁰⁶

L'esame dei dati contenuti nel *Pension Schemes Registry*¹⁰⁷ permette di evidenziare come la tendenza alla imposizione di vincoli alla contribuzione, dalla chiusura ai nuovi

beneficiaries, or by transferring the assets and liabilities to another pension scheme, in accordance with the scheme documentation or statute".

¹⁰² Tra i casi di chiusura ai nuovi membri, il *Financial Times Fund Management* (13 gennaio 2003) cita *J Sainsbury, Marks and Spencer, British Airways, Abbey National, Dixons, WH Smith e Maersk*.

¹⁰³ NAPF (2002), *28th Annual Survey*. Tale sondaggio riguarda 970 schemi pensionistici offerti dai maggiori datori di lavoro del Regno Unito, con *assets* totali pari a 420 miliardi di sterline. La NAPF comprende 1.350 fondi pensione, sia del settore privato che pubblico, con circa 8 milioni di lavoratori aderenti (35 per cento della forza lavoro). Le attività finanziarie in portafoglio ammontano a 650 miliardi di sterline e le azioni a circa un quinto del *London Market*.

¹⁰⁴ Gli stessi dati, tuttavia, riportano come molti schemi continuano ad essere sufficientemente finanziati: nel 2002, infatti, il 24 per cento ha potuto dichiarare una sospensione della contribuzione (*contributions holidays*), sebbene in declino rispetto al 34 per cento del 1997.

¹⁰⁵ Secondo stime della Morgan Stanley (2003, p. 10), per le imprese del Regno Unito i benefici pensionistici a favore dei dipendenti rappresenterebbero il 7,5 per cento del totale dei costi del personale, contro meno del 5 per cento in Olanda e Svizzera e circa il 2 per cento in Francia e Germania.

¹⁰⁶ NAPF (2003b), *29th Annual Survey*.

¹⁰⁷ GAD (2002).

membri fino alla liquidazione del fondo, si accentui al ridursi della dimensione dello stesso (tav. 5). I fondi *open* rappresentano infatti oltre l'83 per cento di quelli con almeno 1.000 membri e il 59 per cento di quelli con meno di 1.000 aderenti. Viceversa, i fondi *closed* o *frozen* ammontano al 14 per cento di quelli con almeno 1.000 aderenti, ma la percentuale sale al 34 per cento per quelli con meno di 1.000 membri. Infine, i fondi *winding up* sono solo il 2,5 per cento di quelli con almeno 5.000 membri, ma il 7 per cento di quelli con meno di 1.000 membri, i più numerosi in valore assoluto. Il peso dei fondi *frozen* e *winding up* è inoltre limitato in termini finanziari, in quanto essi detengono poco più del 4 per cento delle attività finanziarie del totale degli schemi nel campione.

Tuttavia, sebbene in termini di frequenza il fenomeno del *winding up* si concentri nei fondi di minore dimensione, il suo impatto può essere più rilevante, in termini di numero di lavoratori coinvolti, nella misura in cui la chiusura riguarda gli schemi maggiori.

Il fenomeno del *winding-up* assume particolare rilevanza nel dibattito in corso¹⁰⁸ a causa del fatto che, oltre agli effetti microeconomici sul benessere dei singoli lavoratori, esso ha altresì conseguenze di natura macroeconomica in quanto contribuirebbe ad accentuare il presunto *savings gap* del paese. Secondo lo studio di *Oliver, Wyman & Company*,¹⁰⁹ infatti, la tendenza al passaggio dagli schemi a prestazione definita a quelli a contribuzione definita potrebbe estendere il *savings gap* annuo dagli attuali 27 a 33 miliardi di sterline, in quanto nel secondo tipo di fondo, oltre al trasferimento del rischio finanziario a carico del lavoratore, la contribuzione del datore di lavoro è generalmente inferiore.

In base ai dati del *Government Actuary's Department* (2002), nel settore privato tale contribuzione è in media pari all'11 per cento del salario per gli schemi a prestazione definita contro il 5 per cento per quelli a contribuzione definita. Tali cifre sono sostanzialmente in linea con quelle del NAPF, che riporta aliquote di contribuzione media

¹⁰⁸ "(UK)...appears unique in the speed at which its occupational pension system is disintegrating. Within a few years, only a small minority of employees will have good final salary pensions". Michael Prowse, *Financial Times*, 18-19 gennaio 2003.

¹⁰⁹ Si veda la nota 46.

pari al 12-13 per cento del salario per gli schemi a prestazione definita (dal 9,2 per cento nel 2001), contro il 6 per cento per quelli a contribuzione definita (dal 7,1 per cento).¹¹⁰

La riduzione della contribuzione da parte dei datori di lavoro, tuttavia, assumerebbe un carattere più generale, non necessariamente connesso alla forma tecnica di tale contribuzione.¹¹¹ Secondo il *Survey on Employers' Pension Provision*,¹¹² infatti, il declino riguarderebbe la stessa percentuale delle imprese che effettua accantonamenti previdenziali, in calo dal 34 per cento nel 1998 al 29 per cento nel 2000. In aggiunta, uno dei risultati principali di tale sondaggio è che la presenza della contribuzione appare strettamente dipendente dalla dimensione dell'impresa: solo il 24 per cento delle imprese con al massimo 5 dipendenti effettuava accantonamenti previdenziali, ma la percentuale aumentava al 95 per cento per quelle con oltre 1.000 dipendenti.

Oltre che per i potenziali effetti di natura macroeconomia sulla propensione al risparmio, il *Green Paper 2002* attribuisce prioritaria importanza al fenomeno del *winding-up* in relazione alla opportunità di assicurare un equo trattamento dei membri di un fondo aziendale.

In caso di *winding-up* causato da insufficiente finanziamento (*under-funding*), infatti, l'attuale normativa¹¹³ prevede uno *statutory (transitional) Priority Order* per i fondi aziendali a prestazione definita soggetti al *Minimum Funding Requirement*. Tale ordine di priorità, che ha carattere temporaneo e dovrebbe essere sostituito da un *Final Priority Order* nell'aprile 2007, attribuisce preminenza alle passività del fondo verso particolari categorie di membri, e in particolare a coloro già in pensione, che quindi assumono una posizione privilegiata rispetto ai membri ancora al lavoro. Questi ultimi, inoltre, sono posti al loro interno sullo stesso piano quanto a diritti pensionistici, senza alcuna differenziazione in base all'età o al periodo di appartenenza al fondo.

¹¹⁰ Per tale ragione, lo *switch* a favore di quest'ultima tipologia è spesso utilizzato dai datori di lavoro quale strumento per ridurre la contribuzione a loro carico. Conseguentemente, tale pratica è esplicitamente biasimata in quanto costituirebbe “*a breach of trust and unacceptable behaviour*”.

¹¹¹ “...*there are signs of a decline in pension provision by some employer. While a shift from defined benefit to defined contribution pensions may not in itself be a cause of concern, the level of employer contributions does matter*”. DWP (2002b, p. 3).

¹¹² Department for Work and Pensions (2002a).

¹¹³ Section 73 del Pension Act 1995.

Al fine di ottenere una più equa distribuzione delle attività dei fondi aziendali e, in ultima analisi, aumentare il grado di protezione dei loro membri, il *Green Paper* 2002 propone di attribuire una priorità più elevata ai lavoratori prossimi alla pensione e di basare il livello di protezione sul numero di anni di contribuzione al fondo, indipendentemente dall'età anagrafica. Tale opzione, tuttavia, non è giudicata esente da difetti, in quanto comporterebbe un aumento delle garanzie dei membri ancora al lavoro accompagnato però da un peggioramento della posizione di coloro con minore anzianità di contribuzione al fondo.

In aggiunta, sulla base dei recenti episodi di *winding-up*, che in molti casi hanno comportato un riduzione dei benefici previdenziali promessi ai lavoratori prossimi alla pensione, il governo ha di recente¹¹⁴ proposto l'introduzione del *Pensions Protection Fund*, quale forma di protezione assicurativa a favore dei membri dei fondi aziendali a prestazione definita. La protezione sarebbe simile a quella offerta negli Stati Uniti dalla *Pension Benefit Guaranty Corporation* (PBGC), istituita nel 1974 e finanziata da premi (variabili) a carico delle imprese sponsor dei fondi pensione e da contributi (fissi) dei membri di questi ultimi.

La possibilità di istituire una sorta di *safety net* nel Regno Unito, sostenuta anche dal NAPF, ha rappresentato un ulteriore argomento del dibattito sul sistema pensionistico. Da un lato si fa notare¹¹⁵ la necessità che tale schema non favorisca comportamenti di *moral hazard* da parte delle imprese sponsor, che potrebbero essere incentivate a sospendere la contribuzione verso i fondi pensione a prestazione definita.¹¹⁶ L'introduzione di tale assicurazione obbligatoria deve quindi essere contestuale a cambiamenti della attuale legislazione, in particolare delle norme sul *minimum funding requirement*¹¹⁷. Dall'altro, si evidenziano i problemi affrontati dalla stessa PBGC negli Stati Uniti, il cui recente deficit rischia di rappresentare una passività contingente per il governo.

¹¹⁴ DWP (2003a).

¹¹⁵ Ad esempio, John Ralfe, *Poor Pension Insurance is Worse Than None*. Financial Times, 5 giugno 2003.

¹¹⁶ In una lettera indirizzata ad Andrew Smith (Secretary of State for Work and Pensions), la *Confederation of British Industry* (news release del 6 agosto 2003) ha evidenziato, tra gli altri, il rischio che “*well-funded pension schemes will be forced to subsidise companies with less well-funded schemes*”.

¹¹⁷ La legislazione in vigore permette all'impresa sponsor, pur se solvibile, il *winding up* del fondo pensione se questo soddisfa il MFR.

Il *Green Paper* sottolinea come la revisione della normativa sul *winding-up* e, più in generale, della regolamentazione dei fondi pensione aziendali implichi un difficile *trade-off*, essendo necessario bilanciare l'esigenza di protezione dei lavoratori membri, particolarmente in caso di insolvenza dell'impresa o insufficiente finanziamento del fondo, con l'opportunità di semplificare gli oneri amministrativi (“*red tapes*”) a carico dei datori di lavoro e stimolare questi ultimi a proseguire la contribuzione. Di conseguenza, si propone l'istituzione di una nuova autorità di regolamentazione dei fondi pensione *occupational*, al posto dell'attuale OPRA, il cui obiettivo sarà quello di proteggere i benefici previdenziali dei membri contro i rischi di frode e cattiva amministrazione.

Più recentemente, sembra iniziare ad emergere un certo dissenso sulla indesiderabilità, finora ampiamente condivisa, della tendenza dei fondi pensione al passaggio dalla forma tecnica della prestazione definita a quella della contribuzione definita. Tale contrarietà è motivata sulla base del fatto che gli schemi *defined-benefits* rappresenterebbero un ostacolo alla mobilità del lavoro, essendo ormai venute meno le ragioni dello sviluppo di tali fondi valide nel dopoguerra: la selezione della migliore forza lavoro disponibile e, in un contesto prossimo alla piena occupazione, il disincentivo all'uscita dall'impresa. I continui cambiamenti organizzativi e i programmi di ristrutturazione in atto nelle imprese moderne hanno infatti determinato importanti conseguenze sulle caratteristiche ottimali della forza lavoro: l'esigenza di flessibilità che caratterizza l'attuale domanda di lavoro contrasterebbe quindi con uno staff cosiddetto “*jobs-for-lifers*”, associato agli schemi a prestazione definita.¹¹⁸

4.3 Il nuovo standard contabile FRS 17

Ulteriori fattori che avrebbero contribuito al fenomeno del *winding up* sono da ricercare in alcune caratteristiche della normativa regolamentare per i fondi a prestazione definita e, in particolare, nel nuovo *Financial Reporting Standard 17* (FRS 17) per la

¹¹⁸ “...*defined-benefit schemes are not well suited to the pattern of many peoples's live...For companies, defined-benefit schemes force an impossible choice...the guarantee implied in a typical defined-benefit scheme is not the sort of risk that a company should be expected to incur...judging the right provision for old age is surely the individual's job, not that of his boss.*”. *Economist* (2003b, p. 9). In tale articolo, l'*Economist* rivela che il suo stesso fondo pensione a prestazione definita è ora chiuso a nuovi membri.

contabilità della suddetta tipologia di fondi, in sostituzione del precedente SSAP 24.¹¹⁹ In base a un sondaggio effettuato dal NAPF (2002), infatti, l'86 per cento degli schemi pensionistici consultati ritiene che l'FRS 17 scoraggerebbe i datori di lavoro ad offrire uno schema a prestazione definita.

L'FRS 17 è stato introdotto nel novembre 2000 dall'*Accounting Standards Board*, ma la completa entrata in vigore è stata posticipata al 2005,¹²⁰ a partire dal giugno 2001, tuttavia, le imprese hanno l'obbligo di riportare nelle note di bilancio le valutazioni effettuate in base all'FRS 17. Tale standard introduce i seguenti principali cambiamenti: 1) la valutazione delle attività del fondo è effettuata ai valori di mercato correnti ("*fair value*") invece che a quelli attuariali; 2) il valore attuale delle passività del fondo è calcolato con il *projected unit method*,¹²¹ utilizzando il rendimento di una obbligazione *corporate* con *rating* AA quale tasso di sconto; 3) i surplus e i deficit previdenziali sono iscritti *fully and immediately* nel bilancio dell'impresa, ne è quindi vietato lo *smoothing* temporale, cioè la possibilità di ammortamento entro un massimo di 15 anni attualmente permessa.¹²²

Sebbene la correttezza dei principi alla base dell'FRS 17 sia ampiamente condivisa,¹²³ la sua effettiva applicazione ha fatto emergere gli squilibri determinati dalla recente evoluzione dei mercati finanziari sulla situazione patrimoniale di numerosi fondi pensione aziendali. La caduta dei corsi azionari, dal lato delle attività, spiegherebbe infatti "*only half of the current pension problems*",¹²⁴ e segnatamente l'annullamento dei surplus previdenziali accumulati antecedentemente alla primavera del 2000, ma non sarebbe di per sé alla base degli attuali deficit previdenziali di numerosi schemi a prestazioni definite. Tali deficit

¹¹⁹ "One of the side effect of the proposed introduction of the... (FRS 17)... in the UK has been the closure of a number of defined benefit schemes, with the employers effectively outsourcing the resulting FRS 17 balance sheet volatility to the employees". Fitch Ratings (2003a, p. 2).

¹²⁰ In realtà l'FRS 17 non sarà adottato con tale denominazione. A partire dal 2005, infatti, la legislazione comunitaria renderà obbligatori gli *International Accounting Standards* per tutte le imprese quotate dell'Unione europea. Per i fondi pensione, il nuovo standard sarà lo IAS 19, sostanzialmente non diverso dall'FRS 17.

¹²¹ Secondo le linee guida della *Faculty and Institute of Actuaries*. Blake (2003a, p. 11).

¹²² L'impossibilità dello *smoothing* è considerata la novità più radicale dell'FRS 17, all'origine dell'avversione alla sua introduzione. HSBC (2003, p. 8).

¹²³ Negli Stati Uniti, il nuovo standard contabile per i fondi pensione in corso di sviluppo presso il *Financial Accounting Standards Board* (FASB) sarebbe conforme ai principi dell'FRS 17. The Economist (2003a).

¹²⁴ HSBC (2003, p. 3).

sarebbero invece da attribuire al declino dei tassi di interesse, che aumenta il valore attuale degli esborsi pensionistici futuri, e, in particolare, alla riduzione (dal 7 al 5,2 per cento) del tasso di sconto da applicare, in base all'FRS 17, alle passività previdenziali, dato dal rendimento di una obbligazione *corporate* con *rating* AA.¹²⁵

Secondo stime della Morgan Stanley,¹²⁶ alla fine del 2002 la valutazione delle attività e passività previdenziali in base all'FRS 17 evidenzerebbe un deficit aggregato degli schemi a prestazione definita offerti da 91 delle 100 imprese incluse nell'indice FTSE 100 pari a oltre 65 miliardi di sterline, in eccezionale aumento dai circa 0,2 miliardi alla fine del 2001, corrispondente al 6,5 per cento della capitalizzazione di mercato delle stesse imprese.¹²⁷ Il deficit, inoltre, sarebbe maggiore all'aumentare della quota di azioni sul totale delle attività finanziarie del fondo, in media pari al 64 per cento.

L'aumento del valore attuale delle passività previdenziali nette, evidenziato dall'applicazione dell'FRS, ha effetti sull'equilibrio finanziario delle imprese in quanto implica la necessità di rifinanziamento in contanti ("*cash funding*" o "*deficiency payments*") del fondo da esse offerto, in ottemperanza al cosiddetto *Minimum Funding Requirement* (MFR).¹²⁸ Tale requisito, infatti, impone un livello minimo di risorse finanziarie per i fondi

¹²⁵ HSBC (2003, p. 3). L'utilizzo di tale tasso di sconto non è condiviso da tutta la professione attuariale, il cui tradizionale approccio alla valutazione delle passività previdenziali prevede l'uso, quale tasso di sconto, del rendimento atteso del portafoglio di attività finanziarie detenute dal fondo pensione. Cooper – Bianco (2003, p. 11).

¹²⁶ Harris – Michaelides – Weyns (2003). Stime più recenti della Bank of England (2003, p. 53), riferite ad aprile 2003, quantificano in 70 miliardi di sterline i deficit pensionistici di 94 società incluse nel FTSE 100. Simili valutazioni sono state pubblicate dalla società di consulenza attuariale *Watson Wyatt*, secondo la quale gli schemi pensionistici aziendali del Regno Unito sarebbero *underfunded* per circa 65 miliardi di sterline, ma il deficit previdenziale aumenterebbe a 130 miliardi effettuando le contabilizzazioni in base all'FRS 17. Si precisa, tuttavia, che l'impatto dell'FRS 17 deve essere valutato "*as a 'flow' over the lifetime of the pension fund rather than simply as a straightforward debt-like liability....*" (HSBC, p. 14).

¹²⁷ Tra le compagnie con i maggiori deficit in percentuale della capitalizzazione di mercato, si citano, nell'ordine, British Energy, Rolls Royce, BAE Systems, Royal & Sun Alliance, British Airways, British Telecom, Cable & Wireless.

¹²⁸ Tale requisito, in vigore dall'aprile del 1997, è stato introdotto dal Pension Act 1995 al fine di migliorare la sicurezza di tali schemi, in risposta allo scandalo Maxwell, dal nome del finanziere che ha sottratto circa 400 miliardi di sterline dai fondi pensione delle società da esso possedute. Il *minimum funding requirement* è tuttavia criticato a causa dei vincoli e delle distorsioni da esso derivanti sulle scelte di portafoglio del fondo, che scoraggerebbero l'investimento in azioni, e della sensibilità rispetto al metodo di valutazione delle passività. (Blake, 2002a). In aggiunta, il rispetto del MFR non garantirebbe il pieno pagamento degli impegni pensionistici in caso di insolvenza dello sponsor, a causa della priorità attribuita ai membri già in pensione rispetto a quelli ancora al lavoro. Per tali ragioni, il governo ha annunciato l'intenzione di sostituirlo

aziendali a prestazione definita, stabilendo che il valore delle attività del fondo non sia inferiore a quello delle sue passività, valutate in base a una prescritta metodologia.¹²⁹ In particolare, nel caso di un deficit tra attività e passività previdenziali, il datore di lavoro è obbligato a ristabilire la solvibilità del fondo entro 10 anni, oppure entro 3 anni se il valore delle attività si riduce a meno del 90 per cento delle passività, determinando un cosiddetto “*serious underprovision*”.

Gli aspetti maggiormente dibattuti dell’FRS 17 sono essenzialmente due. Data la struttura finanziaria dei fondi pensione del paese, i cui investimenti sono prevalentemente azionari, esso aumenterebbe la volatilità del bilancio dell’impresa sponsor a causa della diretta inclusione delle attività o passività previdenziali nette e del divieto di effettuare lo *smoothing* temporale delle loro variazioni di valore. L’accresciuta volatilità del bilancio potrebbe determinare limiti all’indebitamento o revisioni del merito di credito dell’impresa, ma soprattutto stimolerebbe uno *switch* della allocazione di portafoglio dei fondi aziendali dai titoli azionari a quelli obbligazionari, con conseguente rischio di innescare un circolo vizioso a detrimento del loro equilibrio patrimoniale: dal lato delle attività, un calo dei valori azionari; dal lato delle passività, un aumento del loro valore attuale, indotto dalla riduzione dei rendimenti obbligazionari a fronte dell’accresciuta domanda.¹³⁰ Tale *switch* si è già in parte verificato in conseguenza del recente declino dei corsi azionari, in dimensioni tali da determinare, secondo la FSA,¹³¹ un significativo cambiamento dell’esposizione al rischio di credito delle compagnie di assicurazione sulla vita.

entro il 2005 con regole maggiormente *scheme-specific*, che possano ovviare alla natura generalista (“*one-size-fits-all*”) dello strumento.

¹²⁹ L’amministratore fiduciario del fondo (“*trustee*”) ha l’obbligo di effettuare almeno ogni tre anni una valutazione conforme ai criteri del MFR (“*three-year statutory actuarial valuation*”), al fine di apprezzare l’opportunità di un *cash funding*. Tali criteri sono di tipo attuariale, in contrapposizione a quelli “di mercato” propri dell’FRS 17. Il *trustee*, inoltre, ha l’obbligo di preparare e aggiornare una cosiddetta *schedule of contributions* in cui siano indicati i contributi del datore di lavoro e dei membri e le date dei versamenti nel fondo.

¹³⁰ “*It seems almost inevitable that funds will continue to reduce equity weightings in favour of bonds, if only to reduce future balance sheet volatility*”. HSBC (2003, p. 28). L’uso del rendimento di una obbligazione *corporate* con rating AA quale tasso di sconto favorirebbe lo *switch* in particolare verso tale tipologia di titoli, che permetterebbe un migliore *matching* tra attività e passività. Fitch Ratings (2003, p. 4).

¹³¹ Tiner (2003). La FSA stima in circa 30 miliardi di sterline il valore delle azioni vendute da tali intermediari, i cui proventi sono affluiti in larga parte verso titoli obbligazionari, al fine di ottemperare alla soglia minima (*minimum solvency margin*) che stabilisce la solvibilità dell’intermediario. Si veda il successivo paragrafo 5.

Dall'altro lato, accentuando verosimilmente la dimensione del deficit previdenziale e impedendone lo *smoothing*, l'FRS 17 aumenterebbe l'esposizione di una impresa al rischio di *cash funding*.¹³² Ad esempio, secondo simulazioni della HSBC (2003), l'assorbimento entro i prossimi 20 anni del deficit previdenziale netto di 64 miliardi di sterline, stimato per le società del FTSE-350 alla fine di febbraio, necessiterebbe di un *cash funding* aggiuntivo pari a 3,2 miliardi annui, che implicherebbe una riduzione dei profitti del 3 per cento per anno (o dell'1 per cento se si assume un tasso di crescita dei profitti del 5-6 per cento). La *Confederation of British Industry*¹³³ stima in 22 miliardi di sterline l'ammontare del *cash funding* per gli anni 2002-05 e sottolinea come tale onere aggiuntivo, unitamente all'incremento dei *National Insurance Contributions* in vigore dall'aprile 2003, determineranno un aumento dei contributi sociali totali, in rapporto al costo del lavoro, dal 15 al 21 per cento, con effetti negativi sui profitti e gli investimenti del settore *corporate* e sulle entrate fiscali (essendo i contributi previdenziali detraibili dalle base imponibile).

In ultima analisi, il *cash funding*, influenzando sui flussi di cassa dell'impresa, avrebbe potenziali effetti sulla quotazione di mercato della stessa, teoricamente pari al valore attuale dei *cash flows* futuri.¹³⁴ Sebbene l'evidenza empirica offra un certo sostegno a tale ipotesi (a partire dalla metà del 2002, le quotazioni azionarie delle 10 società del FTSE 350 con i maggiori deficit dei loro fondi pensione sono risultate fortemente *underperforming* rispetto all'andamento del mercato nel suo complesso),¹³⁵ la questione dell'impatto dell'FRS 17 sulle quotazioni azionarie è comunque controversa, rappresentando secondo alcuni solo un cambiamento contabile per tale ragione influente sul *cash flows*.

¹³² Secondo le stime della HSBC (2003, p. 86), per eliminare l'attuale deficit pensionistico delle società incluse nell'indice FTSE 350 senza necessitare di alcuna contribuzione aggiuntiva da parte delle stesse sarebbe necessaria una crescita dei valori azionari del 50 per cento o un aumento di 1,5 punti percentuali dei rendimenti delle obbligazioni *AA-rated* (o una combinazione tra i due). Parimenti, assumendo una crescita dei dividendi pari all'inflazione, il deficit si riassorbirebbe in 15 anni senza contribuzione aggiuntiva. Si precisa, inoltre, l'assenza di alcun legame diretto o prescrizione legale tra il deficit previdenziale evidenziato dall'FRS 17 e le scelte dell'impresa sponsor sulla effettiva contribuzione nel fondo pensione.

¹³³ CBI (2003).

¹³⁴ Stime econometriche confermerebbero l'esistenza di una relazione negativa statisticamente significativa tra livello della contribuzione e *funding position* (rapporto tra il valore di mercato delle attività del fondo e il valore attuale delle passività previdenziali). van Bezooyen (2002).

¹³⁵ HSBC (2003, p. 18).

Infine, si fa notare¹³⁶ come le difficoltà di valutazione degli effettivi oneri previdenziali associate ai metodi contabili antecedenti l'FRS 17 non si limita alle misure di stock (surplus o deficit) ma si estende anche a quelle di flusso, quali i profitti. La gestione dei fondi previdenziali concorre a determinare i profitti operativi attraverso due componenti: i costi operativi (*pension service costs*) e i rendimenti delle attività del fondo (*net pension financing returns*), questi ultimi includenti sia la differenza tra il rendimento atteso di tali attività e gli interessi a carico delle passività, sia (nel Regno Unito) le quote di ammortamento dei surplus previdenziali registrati in passato.

Gli oneri previdenziali effettivi possono quindi essere inferiori ai *pension service costs*, nella misura in cui i rendimenti delle attività del fondo sono portati in deduzione dei costi operativi, e ciò si riverbera positivamente sui profitti operativi. In particolare, l'utilizzo contabile delle quote di ammortamento dei surplus previdenziali registrati in passato a compensazione dei costi previdenziali avrebbe artificialmente aumentato (in media del 2,5 per cento) i profitti operativi di 92 società incluse nell'indice FTSE 100.¹³⁷ In ultima analisi, l'FRS 17 introduce una maggiore trasparenza di bilancio, in quanto separa le due componenti degli accantonamenti previdenziali, includendo i soli *pension service costs* nel calcolo dei profitti operativi, e contabilizzando i *net pension financing returns* nei redditi della gestione finanziaria.

5. Il lato dell'offerta: il ruolo delle compagnie di assicurazione sulla vita

Negli ultimi dieci anni, le compagnie di assicurazione sulla vita ("*long-term funds*") sono diventate il principale operatore nell'offerta e gestione dei prodotti assicurativo-previdenziali, assumendo al tempo stesso una crescente importanza ai fini dell'evoluzione dei mercati azionari del paese.

¹³⁶ Deans (2003).

¹³⁷ Deans (2003, p. 3). Per la stessa ragione, nel 2001, le società incluse nell'S&P 500 hanno iscritto in bilancio flussi di reddito *positivi* dai loro fondi pensione, pari all'1,7 per cento dei *total earnings*, nonostante la forte caduta dei valori azionari e l'aumento dei costi degli accantonamenti previdenziali.

Mentre nel 1991 i fondi pensione cosiddetti *self-administered*¹³⁸ rappresentavano la principale categoria degli investitori istituzionali di natura assicurativo-previdenziale, detenendo attività finanziarie pari al 59 per cento del PIL, contro il 48 per cento delle compagnie di assicurazione (tav. 2), a partire dal 1996 tale primato appartiene a queste ultime, le cui attività finanziarie ammontavano nel 2002 a circa l'85 per cento del PIL, contro il 60 per cento dei fondi pensione.

La forte rilevanza delle compagnie d'assicurazione sulla vita ai fini dell'andamento dei mercati azionari del paese è pienamente evidente considerando che, nel 2002, tra le azioni nei portafogli di tali investitori istituzionali, quelle quotate nel Regno Unito ammontavano al 30 per cento del totale delle azioni *UK-listed* del paese, contro il 24 per cento detenuto dai fondi pensione.

In aggiunta, le azioni quotate nel Regno Unito mostrano nei due casi una diversa dinamica temporale: dal 1991, mentre per i fondi pensione il peso relativo di tale componente si è ridotto, dal 38 per cento all'attuale 24 per cento, esso è notevolmente aumentato per le compagnie di assicurazione, dal 23 al 30 per cento. Tuttavia, per entrambe le categorie di intermediari il peso delle azioni quotate nel Regno Unito rispetto al loro portafoglio complessivo di attività finanziarie si è notevolmente ridimensionato dai massimi del 1997, nell'ordine di 15-20 punti percentuali.

Nel 2002, le principali componenti del portafoglio delle compagnie di assicurazione sulla vita (tav. 2) erano rappresentate dalle azioni quotate (35 per cento del totale, di cui il 9 per cento estere) e dai titoli pubblici (15 per cento del totale), seguiti dalle quote di fondi comuni di investimento (7 per cento) e dagli strumenti di liquidità (4 per cento). Dal lato delle passività (tav. 17), le riserve tecniche ammontavano all'89 per cento del totale, in aumento rispetto all'84 per cento del 1991.

La caduta dei corsi azionari nel triennio 2000-02 ha prodotto rilevanti effetti negativi sui bilanci delle società di assicurazione, evidenziati dall'evoluzione degli indicatori di tipo sia reddituale, sia patrimoniale.

¹³⁸ Comprendono essenzialmente i fondi pensione del settore privato, inclusi quelli *occupational*, oltre che i fondi delle amministrazioni pubbliche locali di tipo *funded*. Office for National Statistics (2003), *Financial Statistics Explanatory Handbook*, capitolo 5.

Con riferimento ai primi, il surplus delle entrate sulle uscite totali (tav. 17), in crescita fino al 1999, ha registrato valori negativi nel 2001 e soprattutto nel 2002; in particolare, le entrate totali si sono ridotte in valore assoluto (di quasi 4 volte) successivamente al massimo raggiunto nel 1999 (tav. 18). A fronte di una crescita costante del flusso di redditi finanziari (che nel 2002 rappresentavano il 61 per cento delle entrate complessive, contro il 14 per cento nel 1999), il deterioramento del surplus delle entrate sulle uscite totali è stato determinato innanzitutto da un aumento delle prestazioni superiore a quello dei premi incassati: il rapporto tra questi ultimi e le prestazioni, infatti, si è gradualmente ridotto, da 1,5 nel 1999 a 1,2 nel 2002 (tav. 17).

La variabile cruciale ai fini della spiegazione del deterioramento reddituale è però rappresentata dalla voce “trasferimenti”, che registra le variazioni nei valori delle attività finanziarie in bilancio, comprese le azioni. I trasferimenti¹³⁹ hanno spiegato tra il 30 e il 46 per cento delle entrate complessive negli anni di crescita delle quotazioni azionarie, tra il 1997 e il 1999 (tav. 18), ma hanno successivamente contribuito negativamente alle stesse entrate nella fase di calo dei valori di borsa, con una perdita di oltre 90 miliardi nel 2002.

Dal lato patrimoniale, l'impatto negativo della correzione dei corsi azionari sulla solidità finanziaria delle compagnie di assicurazione sulla vita è efficacemente sintetizzato nella riduzione dell'eccesso di valore delle attività sulle passività (tav. 17): in rapporto al totale di queste ultime, tale aggregato definisce il cosiddetto *free asset ratio*, il cui valore medio, dal massimo del 14 per cento nel 1998, si è ridotto a un modesto 3 per cento nel 2002.

Con riferimento specifico alle prime 20 *life assurances* del Regno Unito, i risultati di una indagine campionaria¹⁴⁰ effettuata presso le stesse, oltre a confermare la riduzione del *free asset ratio*, dal 22,5 per cento nel 1999 al 6,6 per cento nel 2002, evidenzia un ulteriore deterioramento di tale indicatore, a 18,5 e 2,7 per cento, rispettivamente,¹⁴¹ una volta che

¹³⁹ La definizione ufficiale è: "*Transfers from investment reserves, capital gains (losses), realised profits (losses) and other increases (decreases) in the value of linked and non-linked assets brought into account*". ONS (2003), p. 28, nota 1.

¹⁴⁰ O'Brien (2003).

¹⁴¹ Tali valori, tuttavia, sono ancora superiori alla soglia minima (*minimum solvency margin*) che stabilisce la solvibilità dell'intermediario. In aggiunta, l'autore precisa che la valutazione delle passività finanziarie, cruciale ai fini del valore assunto dal suddetto indicatore, è stata effettuata in base ad un approccio

dalle attività finanziarie siano sottratte, oltre alle passività, anche gli accantonamenti prudenziali imposti dalla FSA (“*minimum solvency requirement*”).

Tale indagine è inoltre particolarmente rilevante in quanto evidenzia come il *free asset ratio* sia in parte influenzato da ciò che la FSA definisce “*financial engineering adjustments*”,¹⁴² una serie di misure contabili che, pur sollevando alcune obiezioni metodologiche, sono usate correntemente dalle compagnie di assicurazione ai fini, tra l’altro, delle attività di *reporting* all’autorità di regolamentazione. Recentemente, tali compagnie hanno adottato tali misure, unitamente ad altre quali il cambiamento del mix di investimenti, il ricorso alla riassicurazione, la ricapitalizzazione, per attenuare gli effetti sul loro bilancio derivante dall’evoluzione avversa dei mercati azionari.¹⁴³

La disaggregazione dei dati sui premi e sulle prestazioni (tav. 19) permette di approfondire l’evoluzione delle gestioni previdenziali delle compagnie di assicurazione sulla vita.

Dal lato delle entrate, nel periodo 1991-2002 è aumentato il peso relativo delle somme affluite nei conti pensionistici rispetto a quelle verso le assicurazioni sulla vita: le prime sono triplicate in valore assoluto e rappresentavano nel 2002 il 59 per cento delle entrate totali, contro il 33 per cento delle seconde (nel 1991 i pesi relativi ammontavano, rispettivamente, a 53 e 43 per cento). Nell’ambito delle pensioni, è cresciuta la quota versata negli schemi aziendali (dal 41 a oltre il 47 per cento).

Dinamiche sostanzialmente simili si registrano dal lato delle uscite, con un aumento del peso relativo (dal 44 al 52 per cento) dei pagamenti a titolo di pensione, quintuplicati in

“prudente”, che penalizza il risultato. Adottando infatti un approccio “realistico”, conforme al recente orientamento dell’FSA (2002c), l’indicatore assumerebbe valori più favorevoli.

¹⁴² FSA (2002b).

¹⁴³ I *financial engineering adjustments*, infatti, permetterebbero una più prudente gestione finanziaria, attraverso la stabilizzazione del valore dei fondi assicurativi, l’aumento della flessibilità negli investimenti e la salvaguardia dei benefici dei detentori di polizze. Essi consentono di migliorare sia i profitti riportati in bilancio, mediante il loro *smoothing* intertemporale, sia il bilancio stesso nel suo complesso. La stessa FSA, pur evidenziando i rischi di un loro utilizzo distorto, in termini di mancanza di trasparenza sulla effettiva situazione finanziaria di un intermediario o di informazioni scorrette verso i consumatori e l’autorità di vigilanza, ammette in determinati casi la validità del *financial engineering* quale metodo per rafforzare la solvibilità di una impresa e per accedere a riserve in eccesso. Ad esempio, per il campione di imprese assicurative esaminato, l’inclusione delle cosiddette “*implicit items*”, essenzialmente corrispondenti ai profitti futuri, nel calcolo del *free asset ratio*, migliora i valori al 19,1 per cento e 4,7 per cento nel 1999 e 2002, rispettivamente.

valore assoluto, rispetto a quelli connessi alle assicurazioni sulla vita. Nell'ambito delle pensioni, tuttavia, a differenza delle entrate è significativamente cresciuta la quota relativa pagata a titolo di pensione individuale (dal 40 al 56 per cento), con un parallelo ridimensionamento di quella corrisposta dagli schemi aziendali.

In termini del rapporto tra entrate e uscite, esso si è ridotto in misura maggiore per le voci relative alle pensioni (da 2 a 1,3), sebbene per le assicurazioni le entrate siano ora solo pari alle uscite, rispetto a un rapporto di 1,4 nel 1991. In particolare, il suddetto rapporto è rimasto invariato per le forme pensionistiche aziendali e si è più che dimezzato per quelle individuali.

Per i fondi pensione (tav. 20), a fronte di una sostanziale invarianza del rapporto tra contributi e prestazioni, il dato maggiormente significativo è l'aumento dei contributi a carico dei datori di lavoro, a possibile sostegno dell'accresciuta onerosità degli accantonamenti previdenziali per le imprese del Regno Unito: tra il 1998 e il 2002, infatti, essi sono quasi raddoppiati in valore assoluto, aumentando inoltre in rapporto alle entrate totali, dal 22 al 33 per cento. Alla pari delle compagnie di assicurazione sulla vita, l'evoluzione negativa dei mercati azionari ha determinato anche per i fondi pensione una graduale riduzione del surplus delle entrate sulle uscite totali, che ha registrato un valore negativo nel 2001, e un calo dei proventi di natura finanziaria, il cui peso in rapporto alle entrate totali è diminuito dal 53 per cento nel 1999 al 40 per cento nel 2002.

Gli effetti negativi sulla struttura finanziaria delle compagnie di assicurazione sulla vita derivanti dall'andamento dei mercati azionari sono stati resi più sensibili da un aumento del livello della rischiosità della struttura stessa, in conseguenza della attività di tali intermediari nel mercato dei meccanismi cosiddetti di *credit risk transfer*.¹⁴⁴ In molti paesi industrializzati, tali compagnie operano in misura crescente quali *net protection sellers* (o equivalentemente, *net risk buyers*), avendo assunto in sé, attraverso *credit derivatives* e *asset securitisation*, un ammontare rilevante del rischio di credito originato dal sistema bancario.¹⁴⁵

¹⁴⁴ Per approfondimenti sul mercato del *Credit Risk Transfer* si veda Committee on the Global Financial System (2003), International Association of Insurance Supervisors (2003) e Rule D. (2001b).

¹⁴⁵ Secondo stime dell'agenzia *Fitch Ratings* (2003), l'ammontare di rischio di credito trasferito, a livello globale, dal sistema bancario a quello assicurativo attraverso i *credit derivatives* sarebbe pari a 140 miliardi di dollari. In base ai dati della *British Bankers Association* (2000), tra il 1999 e il 2002 la quota delle compagnie

Recentemente, tuttavia, l'interesse del settore assicurativo all'assunzione di rischio di credito è significativamente declinato in conseguenza di un livello senza precedenti di *corporate default*, che hanno determinato per *credit derivatives* e *collateralised debt obligations* un rendimento inferiore alle attese. Ciò sarebbe all'origine del processo di *strategic pullback* da parte di molte compagnie di assicurazione,¹⁴⁶ accentuato delle perdite subite da alcuni intermediari (effetto “*burnt fingers*”).¹⁴⁷

Conseguentemente, nonostante lo sviluppo rapido e spesso complesso degli ultimi anni, l'entità dei trasferimenti intersettoriali del rischio di credito rimane probabilmente limitata rispetto alla dimensione complessiva dei settori bancario e assicurativo. Per la maggior parte delle compagnie di assicurazione, l'esposizione dominante è ancora quella verso i rischi di credito e di mercato derivanti dai loro investimenti tradizionali in azioni e obbligazioni.

6. Conclusioni

Il sistema previdenziale del Regno Unito affronta le conseguenze di una serie di eventi, alcuni comuni ad altre economie avanzate, potenzialmente in grado di determinare rilevanti modifiche dell'attuale assetto nel medio-lungo periodo.

Dal lato della domanda di prodotti previdenziali, il sistema registra negli ultimi anni una riduzione della propensione al risparmio, che pregiudicherebbe in futuro un livello di

di assicurazione, soprattutto statunitensi, è aumentata, dal 23 al 26 per cento. Nel 2004, le compagnie di assicurazione e riassicurazione, comprese le cosiddette *monolines* (Rule 2001b, p. 148), dovrebbero rappresentare i principali *protection sellers*, con una quota di mercato del 33 per cento. Le autorità di regolamentazione e gli operatori di mercato seguono con particolare attenzione l'attività di tali intermediari nella valutazione e gestione del rischio di credito assunto mediante i più sofisticati strumenti di *credit risk transfer*: “*There remain considerable concern about the extent of credit risk transfer from banks to insurers. Do we know enough about these flows? Is the risk properly understood by those who have taken it on?.....while we can look at the aggregate position, it is for individual firms to ensure that they fully understand their own exposures, particularly where they involve complex derivatives like Collateralised Debt Obligations*”. Davies (2003).

¹⁴⁶ Fitch Ratings (2003b).

¹⁴⁷ “*It is clear that financial institutions without long experience of credit derivatives have been entering the market...there is some evidence that a few insurance companies that have been involved have ‘burnt their fingers’.* Much of this naïve capacity has now left the market, however”. FSA (2002a, p. 3)

prestazioni adeguato ad assicurare un soddisfacente standard di vita nell'età del pensionamento

L'insufficienza del risparmio, oltre a derivare da alcune caratteristiche della normativa e dei prodotti previdenziali (in termini di complessità e opacità), è spesso attribuita alla strategia di espansione dei benefici di tipo assistenziale a favore dei pensionati con redditi inferiori attuata dal governo laburista fin dall'inizio del suo mandato nel 1997. Tale strategia, basata sul principio del *means-testing*, scoraggerebbe il risparmio nel corso della vita lavorativa in quanto stimolerebbe comportamenti di *moral hazard* presso un ampio numero di lavoratori, per i quali la dipendenza dai benefici statali sarebbe maggiormente remunerativa del risparmio. Il governo affronta quindi un delicato compromesso tra la necessità di sostenere i redditi da pensione inferiori e l'esigenza di salvaguardia dei corretti incentivi al risparmio in età lavorativa.

Dal lato dell'offerta, l'evoluzione recente dei mercati finanziari, in particolare la caduta dei valori di borsa, ha prodotto effetti che, in ultima analisi, sembrano prefigurare un ridimensionamento strutturale della quota di azioni detenuta dagli investitori istituzionali in generale e dai fondi pensione e le compagnie di assicurazione sulla vita in particolare.¹⁴⁸ Ciò potrebbe non rappresentare un risultato desiderabile ai fini di una ottimale strategia di diversificazione del portafoglio, in quanto precluderebbe il maggiore rendimento di lungo periodo generalmente attribuito, con numerose qualificazioni, ai titoli azionari.

L'attenuazione della propensione relativa all'investimento azionario, tuttavia, è antecedente la correzione delle quotazioni dal picco raggiunto nella primavera del 2000 e può infatti farsi risalire almeno al 1993.

Il declino della quota aggregata delle azioni sul totale delle attività finanziarie di fondi pensione e compagnie di assicurazione sulla vita deriva infatti da un ampio complesso di cause di varia natura, tra cui un *re-assessment* della adeguatezza e della effettiva redditività e rischiosità dell'investimento azionario nel lungo periodo rispetto a strumenti finanziari

¹⁴⁸ Lo stesso *HM Treasury*, in un *consultation paper* pubblicato nel febbraio 2003, ha proposto di limitare al 60 per cento la quota di azioni detenibile da alcune tipologie di nuovi prodotti finanziari, in particolare quelli cosiddetti "*unitised*", quali i fondi comuni di investimento, al fine di contenere la rischiosità dell'investimento e stimolare il risparmio presso le fasce di popolazione a più basso reddito. *HM Treasury* (2003).

alternativi, alcune importanti modifiche della normativa contabile sui fondi pensione e differenti strategie di gestione dei loro portafogli.

Ciò ha comportato la tendenza all'aumento della quota relativa di titoli obbligazionari in tali portafogli, giustificata considerando che la natura delle passività pensionistiche suggerirebbe, ai fini degli equilibri finanziari, un *matching* dal lato dell'attivo con *bonds* piuttosto che con azioni.

Sebbene ciò possa attenuare il problema del *portfolio mismatching*, lo spostamento verso titoli obbligazionari non è esso stesso immune da controindicazioni, in quanto tali strumenti, implicando una esposizione al rischio di inflazione, rappresentano un investimento opportuno per un fondo pensione solo se includono meccanismi di indicizzazione. In aggiunta, nel Regno Unito un aumento strutturale e significativo della domanda di titoli obbligazionari incontrerebbe un limite fondamentale nella rigidità dell'offerta di tali attività, a causa del basso livello dell'indebitamento del governo e della propensione delle imprese al finanziamento azionario.

A differenza dei sistemi previdenziali di altre economie avanzate, le dinamiche correnti del sistema del Regno Unito presentano specifiche caratteristiche a causa del ruolo svolto da due peculiarità di tale sistema, di natura regolamentare la prima, strutturale la seconda:

- i cambiamenti in alcune norme regolamentari, quali l'introduzione del *minimum funding requirement*, nell'aprile 1997, e la parziale adozione del nuovo standard contabile FRS 17, nel novembre 2000, stanno determinando cambiamenti nella *asset allocation* ottimale per i fondi pensione. Sebbene le conseguenze di lungo periodo di tali modifiche normative non possano essere ancora compiutamente apprezzate, esse sembrano penalizzare ulteriormente gli investimenti azionari a favore di un aumento della componente obbligazionaria. Il rischio di un aumento della volatilità del bilancio dell'impresa sponsor derivante dall'applicazione dell'FRS 17, infatti, è considerato *di per se* un incentivo a ridurre il peso relativo delle azioni in portafoglio. In tale contesto, quindi, il declino dei valori di borsa a partire dal marzo 2000 avrebbe determinato solo un effetto di *wake-up call*, limitandosi cioè ad accelerare il ridimensionamento della quota azionaria sul totale degli investimenti finanziari di fondi pensione e compagnie di assicurazione.

- data la forte esposizione verso l'investimento azionario tipica dei fondi pensione del paese e la prevalenza all'interno di questi ultimi degli schemi aziendali a prestazione definita, la caduta delle quotazioni di borsa, aumentando il livello delle passività previdenziali nette, ha esercitato pressioni sulle imprese a rifinanziare tali passività (*cash funding*), al fine di garantire l'equilibrio finanziario dei suddetti schemi. I fondi pensione aziendali a prestazione definita, quindi, avrebbero funzionato quale canale di trasmissione degli shock originatisi nei mercati azionari al settore *corporate* dell'economia, contribuendo a determinare il grado di fragilità finanziaria e la solvibilità complessiva delle stesse imprese.

La particolare rilevanza della struttura previdenziale aziendale per il settore *corporate* dell'economia del Regno Unito è ulteriormente evidenziata dal fatto che, a differenza del passato, le passività previdenziali nette stanno ora assumendo una crescente importanza ai fini dei costi (*spreads*) di accesso ai mercati finanziari¹⁴⁹ e della valutazione delle imprese da parte del mercato, con potenziali conseguenze sulle loro quotazioni di borsa.¹⁵⁰

In particolare, si ritiene che tali passività possano ora avere un peso nei processi di fusione e acquisizione, scoraggiando operazioni altrimenti attraenti attraverso l'impatto dei deficit pensionistici dell'impresa *target* sul *rating* della impresa acquirente: in altri termini, le passività previdenziali nette svolgerebbero di fatto il ruolo di *poison pills*.¹⁵¹

A mitigare le suddette conseguenze negative, tuttavia, si ricorda come l'onere finanziario connesso all'andamento dei mercati finanziari nel recente passato (contemporaneo declino dei corsi azionari e dei tassi di interesse) sia di natura intertemporale, non determina generalmente un immediato *cash funding* del fondo da parte dell'impresa *sponsor* e può essere attenuato da un più favorevole andamento futuro dei mercati stessi.

Ciononostante, il rischio di *cash funding* può essere incluso tra i fattori alla base della tendenza dei fondi aziendali allo *switch* dalla forma tecnica della prestazione definita verso

¹⁴⁹ Lehman Brothers (2003).

¹⁵⁰ "The general rise in pension liabilities does require some modification to Fitch's financial ratio analysis. (This) will be adapted to establish the ability of a company's profits and cash flows to cover pension contributions and the imputed interest cost of funding its pension liabilities". Fitch Ratings (2003a, p. 1).

¹⁵¹ *Financial Times*, 10 febbraio 2003.

quella a contribuzione definita, in cui il rischio degli investimenti azionari è a carico del lavoratore.

Il crescente declino dei fondi a prestazioni definite nel settore privato e la connessa riduzione della contribuzione da parte delle imprese stanno, tra l'altro, producendo importanti conseguenze per il sistema pensionistico del settore pubblico.

I cambiamenti in atto nel settore privato, infatti, attenuano il *gap* con le remunerazioni prevalenti nel settore pubblico e rischiano così di innescare una tendenza al *contracting in*, cioè al rientro nel sistema previdenziale pubblico.¹⁵² Unitamente all'adesione alle pensioni *stakeholder* inferiore alle attese, ciò contrasterebbe con l'esplicita strategia del governo di ridurre ulteriormente la quota del reddito da pensione fornita dallo stato, dal 60 per cento alla fine dello scorso secolo al 40 per cento entro il 2050.

Più in generale, il forte peso delle azioni nei portafogli dei fondi previdenziali del Regno Unito e i vincoli di tipo regolamentare sulla loro esposizione azionaria, in particolare per le compagnie di assicurazione sulla vita, espongono il paese, in misura relativamente maggiore rispetto ad altre economie, al rischio che la riduzione della componente azionaria degli investimenti complessivi dei fondi previdenziali determini un effetto prociclico sui valori di borsa in fasi di calo delle quotazioni.

La rilevanza pratica di tale rischio sembra essere confermata dal fatto che la Financial Services Authority, l'organo a cui spetta la vigilanza anche sul mercato assicurativo, ha ripetutamente allentato i requisiti prudenziali di solvibilità ("*regulatory minimum margins*") a carico delle *life assurances*, il cui integrale rispetto avrebbe potuto implicare forti vendite di titoli azionari e, nello scenario peggiore, una spirale ribassistica dei prezzi degli stessi titoli.

¹⁵² La possibilità di effettuare il *contracting in*, introdotta dai governi conservatori, si è rivelata in passato molto costosa per lo stato a causa del fatto che i benefici propri di uno schema a prestazione definita, quale il SERPS/S2P, sono del tipo *back-loaded*, maggiori negli anni finali più che in quelli iniziali di adesione. Nella metà degli anni novanta, nonostante gli incentivi fiscali al *contracting out*, il governo fu costretto ad introdurre uno sconto addizionale sui *NICs* al fine di scoraggiare il *contracting in* dei membri degli schemi *personal* per i quali si rivelò vantaggioso il rientro nel SERPS. Di conseguenza, contrariamente all'obiettivo di risparmiare risorse pubbliche, il costo netto delle pensioni *personal* durante i primi dieci anni è stato stimato in 10 miliardi di sterline dal *National Audit Office*. Blake (2002a).

Il ruolo predominante delle compagnie di assicurazione sulla vita nell'offerta di prodotti previdenziali, inoltre, fa sì che nel Regno Unito, a differenza di altre economie, l'equilibrio finanziario di tali intermediari assuma natura potenzialmente sistemica.

Ciò ha evidenziato la necessità di una attenzione maggiore che altrove verso il crescente coinvolgimento delle compagnie di assicurazione nel mercato dei meccanismi di *credit risk transfer*, in fase di mercato sviluppo. Sebbene tali meccanismi producano effetti benefici per il sistema finanziario, attraverso una migliore distribuzione del rischio di credito presso gli operatori maggiormente in grado di effettuare una più efficiente gestione, essi possono determinare conseguenze inattese sia per la singola banca che per il sistema finanziario nel suo complesso.

Il trasferimento del rischio di credito dal settore bancario a quello assicurativo mediante *credit derivatives*, e il contemporaneo aumento del rischio di controparte presso le banche, data la natura *unfunded* di tali transazioni, implicano infatti una maggiore interdipendenza tra gli intermediari bancari e le compagnie di assicurazione.¹⁵³

Dal punto di vista della stabilità finanziaria, la natura, la dimensione e le modalità di tale crescente interdipendenza configurano la stessa quale nuova componente aggiuntiva del rischio sistemico dei sistemi bancari nazionali e globale.¹⁵⁴

Nel complesso, pur considerando i peculiari rischi che caratterizzano il sistema previdenziale del Regno Unito, chiaramente evidenziati in occasione dell'evoluzione recente dei mercati finanziari, la componente privata dello stesso e in particolare i fondi aziendali restano di fondamentale importanza per il benessere economico e sociale del paese.

Il considerevole stock di risparmio previdenziale accumulato dal settore privato è infatti all'origine della maggior parte degli incrementi del reddito da pensione registrati negli ultimi 20 anni e ha permesso di attenuare gli effetti negativi sulle finanze pubbliche derivanti

¹⁵³ Secondo *Fitch Ratings* (2003b), il rischio di controparte sarebbe concentrato nelle prime 10 banche attive a livello internazionale. Le banche, tuttavia, starebbero in generale aumentando il ricorso alla collateralizzazione delle suddette transazioni. Rule (2001b).

¹⁵⁴ “*The wisdom in earlier days was that systemic risk, in a financial stability sense, was largely confined to banks. Not any more....more recently, growing interlinkages with the insurance sector are giving rise to the need for a further rethink*”. Large (2003, p. 8). “*...capital increases through double-gearing, especially with related life insurance companies, could intensify systemic concerns*”. (IMF 2003, p. 21).

dagli andamenti delle variabili demografiche, dato lo stretto legame tra contributi individuali e prestazioni (*actuarial fairness*) proprio dei sistemi previdenziali *funded*.

Il grado di sviluppo del pilastro previdenziale privato ha quindi significativamente contribuito a rendere la componente pubblica del sistema finanziariamente sostenibile senza incrementi futuri della tassazione, a differenza della maggior parte dei paesi europei, nel rispetto del principio di equità intergenerazionale.

Tavola 1

Regno Unito - distribuzione delle attività finanziarie (AF) per soggetto detentore												
(principali componenti, miliardi di sterline)												
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
sistema economico (SE)												
Totale	4.245,2	4.744,8	5.497,1	5.472,7	6.204,3	6.701,3	7.858,6	8.481,0	9.677,1	10.549,8	10.734,1	10.486,9
- azioni	913,1	1.040,8	1.325,4	1.272,8	1.468,8	1.584,1	1.930,0	2.114,2	2.808,5	2.922,0	2.649,9	2.259,2
% del totale AF	21,5	21,9	24,1	23,3	23,7	23,6	24,6	24,9	29,0	27,7	24,7	21,5
- quotate in UK	450,1	512,4	644,0	607,3	695,7	740,7	934,6	987,9	1.266,9	1.181,8	1.005,7	761,1
% del totale AF	10,6	10,8	11,7	11,1	11,2	11,1	11,9	11,6	13,1	11,2	9,4	7,3
famiglie												
Totale	1.322,2	1.471,2	1.754,8	1.721,0	1.957,8	2.095,5	2.490,7	2.680,1	3.168,4	3.165,0	2.967,9	2.661,8
- azioni	233,7	261,7	335,1	331,3	380,2	400,7	516,0	533,1	733,4	711,8	537,9	413,5
% del totale AF delle famiglie	17,7	17,8	19,1	19,3	19,4	19,1	20,7	19,9	23,1	22,5	18,1	15,5
- riserve tecniche e fondi pensione	600,6	684,9	875,1	823,7	968,1	1.053,6	1.285,7	1.420,9	1.673,3	1.645,8	1.576,4	1.343,2
% del totale AF delle famiglie	45,4	46,5	49,9	47,9	49,5	50,3	51,6	53,0	52,8	52,0	53,1	50,5
intermediari finanziari (IF)												
Totale	2.320,8	2.649,5	3.070,8	3.068,0	3.513,0	3.853,0	4.561,3	4.889,6	5.384,8	5.967,8	6.311,5	6.326,1
- azioni	530,5	607,4	809,7	759,2	888,5	980,0	1.184,4	1.295,7	1.625,6	1.608,2	1.527,7	1.248,6
% del totale AF degli IF	22,9	22,9	26,4	24,7	25,3	25,4	26,0	26,5	30,2	26,9	24,2	19,7
- quotate in UK	310,2	364,4	475,6	434,0	513,2	562,4	693,1	733,6	904,4	833,2	759,1	572,2
% del totale azioni degli IF	58,5	60,0	58,7	57,2	57,8	57,4	58,5	56,6	55,6	51,8	49,7	45,8

Fonte: Office for National Statistics, *The Blue Book 2003*, tavv. 1.6.9, 4.1.9, 4.4.9 e 6.1.9.

Tavola 2

Regno Unito - attività finanziarie delle compagnie di assicurazione sulla vita e dei fondi pensione												
(principali componenti, miliardi di sterline)												
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
compagnie di assicurazione sulla vita (CA)												
Totale	278,6	329,0	435,1	406,4	499,6	557,9	690,1	796,5	952,0	954,8	938,6	879,0
% del PIL	47,5	53,9	67,7	59,7	69,5	73,1	85,1	92,7	105,3	100,4	94,4	84,2
% del totale AF del sistema economico (SE)	6,6	6,9	7,9	7,4	8,1	8,3	8,8	9,4	9,8	9,1	8,7	8,4
- titoli del settore pubblico	37,5	52,1	73,7	66,1	81,8	92,4	109,3	130,4	128,5	118,0	121,1	133,1
% del totale AF delle CA	13,5	15,8	16,9	16,3	16,4	16,6	15,8	16,4	13,5	12,4	12,9	15,1
- azioni quotate in UK	101,4	121,5	165,3	158,5	198,2	221,7	282,0	303,5	368,3	355,5	309,7	227,5
% del totale AF delle CA	36,4	36,9	38,0	39,0	39,7	39,7	40,9	38,1	38,7	37,2	33,0	25,9
% del totale azioni quotate in UK del SE	22,5	23,7	25,7	26,1	28,5	29,9	30,2	30,7	29,1	30,1	30,8	29,9
- azioni estere	26,1	29,9	46,4	45,1	57,1	59,4	68,8	73,4	112,3	97,6	103,5	80,2
% del totale AF delle CA	9,4	9,1	10,7	11,1	11,4	10,6	10,0	9,2	11,8	10,2	11,0	9,1
fondi pensione <i>self-administered</i> (FP)												
Totale	346,8	386,8	484,8	448,3	513,0	549,2	665,0	706,6	820,9	776,2	722,4	620,6
% del PIL	59,2	63,3	75,5	65,8	71,3	72,0	82,0	82,2	90,8	81,6	72,7	59,5
% del totale AF del sistema economico (SE)	8,2	8,2	8,8	8,2	8,3	8,2	8,5	8,3	8,5	7,4	6,7	5,9
- titoli del settore pubblico	24,2	25,6	34,7	42,2	53,0	58,3	80,8	91,8	99,6	93,4	84,4	85,3
% del totale AF dei FP	7,0	6,6	7,2	9,4	10,3	10,6	12,2	13,0	12,1	12,0	11,7	13,7
- azioni quotate in UK	171,7	200,5	248,9	217,4	254,6	273,6	336,9	331,7	353,3	295,6	256,0	182,1
% del totale AF dei FP	49,5	51,8	51,3	48,5	49,6	49,8	50,7	46,9	43,0	38,1	35,4	29,3
% del totale azioni quotate in UK del SE	38,1	39,1	38,7	35,8	36,6	36,9	36,1	33,6	27,9	25,0	25,5	23,9
- azioni estere	60,5	63,3	84,1	74,8	82,2	84,2	104,2	108,9	148,3	135,5	127,9	104,4
% del totale AF dei FP	17,4	16,4	17,4	16,7	16,0	15,3	15,7	15,4	18,1	17,5	17,7	16,8

Fonte: ONS, *Insurance companies', self-administered pension funds' and trusts' investments* (MQ5) - terzo trimestre 2002. ONS, *United Kingdom Economic Accounts*.

Tavola 3

Benefici sociali nel Regno Unito

(principali componenti, miliardi di sterline)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Totali	73,5	76,4	80,5	90,1	111,0	127,7	136,1	142,2	149,1	156,6	165,8	171,0	181,6	198,5	208,0	211,1
in % del PIL	17,5	16,3	15,6	16,2	18,9	20,9	21,2	20,9	20,7	20,5	20,4	19,9	20,1	20,9	20,9	20,2
<i>National Insurance</i>	25,9	26,7	28,3	30,7	35,1	37,4	39,5	40,2	40,9	42,1	43,3	44,9	46,4	47,6	50,4	53,2
in % del PIL	6,2	5,7	5,5	5,5	6,0	6,1	6,1	5,9	5,7	5,5	5,3	5,2	5,1	5,0	5,1	5,1
- pensioni di vecchiaia	19,2	19,9	21,3	23,1	26,1	27,1	28,5	29,0	30,0	31,8	33,5	35,5	37,4	38,8	41,4	44,0
in % del PIL	4,6	4,2	4,1	4,1	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2
Assistenza sociale	24,2	24,8	25,3	27,6	37,6	46,2	51,1	53,7	56,2	57,0	58,7	58,0	58,9	61,1	66,7	68,1
in % del PIL	5,8	5,3	4,9	4,9	6,4	7,6	8,0	7,9	7,8	7,5	7,2	6,7	6,5	6,4	6,7	6,5
A finanziamento privato (<i>funded</i>)	16,1	17,4	19,1	21,9	24,7	28,4	29,6	32,6	35,0	40,0	45,4	49,3	56,3	67,3	66,9	64,7
in % del PIL	3,8	3,7	3,7	3,9	4,2	4,6	4,6	4,8	4,9	5,2	5,6	5,7	6,2	7,1	6,7	6,2
- da fondi pensione	9,6	10,4	12,0	13,2	15,2	17,4	19,1	21,1	21,8	23,1	24,5	25,6	27,9	29,5	29,0	31,2
- da compagnie di assicurazione vita	6,1	6,6	6,6	8,2	9,0	10,4	10,0	11,0	12,8	16,5	20,5	23,3	27,9	37,4	37,5	33,2
<i>Unfunded</i>	7,1	7,3	7,5	9,7	13,1	15,2	15,5	15,2	16,7	17,1	18,1	18,4	18,9	20,5	22,0	23,0
- settore pubblico (1)	3,6	3,6	3,7	4,0	4,6	5,0	5,4	5,6	5,7	6,0	6,3	6,6	6,8	7,2	8,1	8,1

Fonte: Office for National Statistics, *The Blue Book 2003*, tavv. 5.2.4S e 6.1.4S. (1) impiegati civili, forze armate, vigili del fuoco e agenti di polizia.

Tavola 4

Componenti del reddito medio lordo da pensione
(sterline per settimana; prezzi 2001-02; percentuali delle singole componenti in corsivo)

	1979		1994-95		1996-97		2001-02		variazioni %	
									79 e 96-97	94-95 e 01-02
<i>All pensioner units</i>										
Benefici statali (1)	85	<i>61,2</i>	114	<i>52,8</i>	120	<i>53,1</i>	136	<i>50,7</i>	<i>41,2</i>	<i>19,3</i>
Pensioni <i>occupational</i>	22	<i>15,8</i>	54	<i>25,0</i>	58	<i>25,7</i>	70	<i>26,1</i>	<i>163,6</i>	<i>29,6</i>
Pensioni <i>personal</i>	n.d.	-	3	<i>1,4</i>	n.d.	-	7	<i>2,6</i>	-	<i>133,3</i>
Investimenti (2)	15	<i>10,8</i>	27	<i>12,5</i>	32	<i>14,2</i>	27	<i>10,1</i>	<i>113,3</i>	<i>0,0</i>
<i>Earnings</i>	16	<i>11,5</i>	17	<i>7,9</i>	15	<i>6,6</i>	24	<i>9,0</i>	<i>-6,3</i>	<i>41,2</i>
Altro	1	<i>0,7</i>	1	<i>0,5</i>	1	<i>0,4</i>	3	<i>1,1</i>	-	-
Totale	139	<i>100,0</i>	216	<i>100,0</i>	226	<i>100,0</i>	268	<i>100,0</i>	<i>62,6</i>	<i>24,1</i>
<i>Pensioner couples</i>										
Benefici statali (1)	109	<i>53,2</i>	141	<i>45,2</i>	146	<i>45,1</i>	162	<i>42,1</i>	<i>33,9</i>	<i>14,9</i>
Pensioni <i>occupational</i>	41	<i>20,0</i>	89	<i>28,5</i>	97	<i>29,9</i>	111	<i>28,8</i>	<i>136,6</i>	<i>24,7</i>
Pensioni <i>personal</i>	n.d.	-	5	<i>2,3</i>	n.d.	-	14	<i>5,2</i>	-	<i>180,0</i>
Investimenti (2)	22	<i>10,7</i>	42	<i>13,5</i>	49	<i>15,1</i>	45	<i>11,7</i>	<i>122,7</i>	<i>7,1</i>
<i>Earnings</i>	33	<i>16,1</i>	33	<i>10,6</i>	30	<i>9,3</i>	48	<i>12,5</i>	<i>-9,1</i>	<i>45,5</i>
Altro	1	<i>0,5</i>	1	<i>0,3</i>	1	<i>0,3</i>	4	<i>1,0</i>	-	-
Totale	205	<i>100,0</i>	312	<i>100,0</i>	324	<i>100,0</i>	385	<i>100,0</i>	<i>58,0</i>	<i>23,4</i>
<i>Single pensioner</i>										
Benefici statali (1)	72	<i>69,2</i>	98	<i>62,8</i>	104	<i>62,7</i>	119	<i>62,6</i>	<i>44,4</i>	<i>21,4</i>
Pensioni <i>occupational</i>	13	<i>12,5</i>	32	<i>20,5</i>	34	<i>20,5</i>	43	<i>22,6</i>	<i>161,5</i>	<i>34,4</i>
Pensioni <i>personal</i>	n.d.	-	1	<i>0,5</i>	n.d.	-	2	<i>0,7</i>	-	<i>100,0</i>
Investimenti (2)	12	<i>11,5</i>	17	<i>10,9</i>	21	<i>12,7</i>	16	<i>8,4</i>	<i>75,0</i>	<i>-5,9</i>
<i>Earnings</i>	7	<i>6,7</i>	7	<i>4,5</i>	6	<i>3,6</i>	8	<i>4,2</i>	<i>-14,3</i>	<i>14,3</i>
Altro	1	<i>1,0</i>	1	<i>0,6</i>	1	<i>0,6</i>	2	<i>1,1</i>	-	-
Totale	104	<i>100,0</i>	156	<i>100,0</i>	166	<i>100,0</i>	190	<i>100,0</i>	<i>59,6</i>	<i>21,8</i>

Fonte: ONS, *The Pensioners' Incomes Series 2001-02*.

(1) Oltre alla *retirement pension*, tale voce include i seguenti strumenti: *Minimum Income Guarantee*, *Housing Benefit* e *Council Tax Benefit*.

(2) Nel 1979 e 1996-97 include il reddito da pensioni *personal*.

Tavola 5

Fonti del reddito da pensione e percentuale delle *pensioner units* percettrici

(sterline per settimana; prezzi 2001-02)

	1979			1994-95			1996-97			2001-02		
	%	Amm. Medio*	Amm. Mediano*	%	Amm. Medio*	Amm. Mediano*	%	Amm. Medio*	Amm. Mediano*	%	Amm. Medio*	Amm. Mediano*
Pensione statale (1)	97	75	65	98	95	81	98	95	83	98	106	95
<i>Income-related benefits</i> (2)	57	16	13	38	38	34	40	40	33	32	52	48
Pensione <i>occupational</i>	40	55	27	57	94	52	57	103	60	60	117	70
Pensione <i>personal</i>	-	n.d.	n.d.	4	71	30	-	n.d.	n.d.	8	83	40
Redditi da investimenti (3)	62	24	5	72	37	8	72	44	10	69	40	5

Fonte: ONS, *The Pensioners' Incomes Series 2001-02*. * Calcolati per le sole *pensioner units* percettrici.

(1) Include la BSP e il SERPS.

(2) *MIG, Working Families' Tax Credit, Housing Benefit, Council Tax Benefit* e *Social Fund Grants*.(3) Nel 1979 e 1996-97 include il reddito da pensioni *personal*.

Tavola 6

Proporzione delle <i>pensioner units</i> con fonti di reddito in aggiunta ai benefici statali				
	1979	1994-95	1996-97	2001-02
<i>All pensioner units</i>	77	84	83	91
Coppie	91	92	91	95
Singoli	71	78	78	89
Proporzione delle <i>pensioner units</i> che ricevono oltre il 50% del reddito da fonti private				
	1979	1994-95	1996-97	2001-02
<i>All pensioner units</i>	19	27	30	30
Coppie	27	38	40	40
Singoli	15	20	24	24

Fonte: ONS, *The Pensioners' Incomes Series 2001-02*.

Tavola 7

Prestazioni e contributi sociali in Italia				
<i>(principali componenti, miliardi di euro)</i>				
	1998	1999	2000	2001
Prestazioni sociali (1)				
Totali	259,0	270,2	282,9	296,8
% PIL	24,1	24,4	24,3	24,4
Previdenza	187,9	195,4	201,2	208,3
% PIL	17,5	17,6	17,3	17,1
Pensioni e rendite (2)	151,9	160,6	164,6	171,9
% PIL	14,2	14,5	14,1	14,1
Assistenza sociale	17,3	18,3	19,1	20,5
% PIL	1,6	1,7	1,6	1,7
Contributi sociali				
Totali	162,2	167,6	176,1	183,8
in % PIL	15,1	15,1	15,1	15,1
a carico del datore di lavoro				
	121,9	125,1	131,0	136,5
in % PIL	11,4	11,3	11,2	11,2
in % contributi sociali	75,1	74,7	74,4	74,3
a carico del lavoratore				
	39,9	42,1	44,8	46,9
in % PIL	3,7	3,8	3,8	3,9
in % contributi sociali	24,6	25,1	25,4	25,5

Fonte: ISTAT (2002), tavv. 5.1 e 5.8.

(1) Sanità, previdenza e assistenza. (2) IVS e indennitarie.

Tavola 8

Contributi sociali nel Regno Unito																
(principali componenti, miliardi di sterline)																
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Totali	64,0	71,6	79,7	83,8	88,9	92,4	93,0	98,4	104,7	114,9	124,9	133,6	144,3	153,1	155,6	159,8
in % del PIL	15,2	15,3	15,5	15,0	15,2	15,1	14,5	14,4	14,6	15,1	15,4	15,5	16,0	16,1	15,7	15,3
a carico del datore di lavoro																
	25,8	28,8	32,0	33,8	34,2	35,0	36,9	38,1	39,9	43,9	46,8	50,5	57,0	63,8	67,1	71,3
in % del PIL	6,2	6,2	6,2	6,1	5,8	5,7	5,7	5,6	5,6	5,8	5,8	5,9	6,3	6,7	6,7	6,8
in % dei contributi totali	40,4	40,3	40,2	40,4	38,5	37,8	39,6	38,8	38,1	38,2	37,5	37,8	39,5	41,6	43,1	44,6
- NICs	14,4	16,2	18,1	20,0	21,2	21,6	23,0	23,2	24,2	25,6	27,2	28,7	30,9	33,9	35,5	35,7
in % dei contributi dat. di lavoro	55,8	56,1	56,7	59,1	61,8	61,8	62,5	60,9	60,6	58,2	58,2	56,9	54,3	53,2	52,9	50,1
- fondi pensione <i>funded</i>	10,0	11,1	12,5	12,5	11,7	11,8	12,2	13,2	14,1	16,6	17,7	19,9	24,2	27,5	28,9	32,5
in % dei contributi dat. di lavoro	38,7	38,5	39,1	37,1	34,1	33,7	33,1	34,7	35,2	37,7	37,9	39,4	42,5	43,1	43,0	45,7
a carico del lavoratore																
	33,2	37,5	42,6	43,1	45,0	46,5	45,4	49,6	53,7	59,9	66,9	70,7	74,8	75,9	74,2	73,0
in % del PIL	7,9	8,0	8,3	7,7	7,7	7,6	7,1	7,3	7,5	7,8	8,2	8,2	8,3	8,0	7,5	7,0
in % dei contributi totali	51,9	52,4	53,4	51,5	50,6	50,3	48,8	50,4	51,3	52,1	53,6	52,9	51,8	49,6	47,7	45,7
- NICs	12,5	13,6	14,1	13,3	13,8	14,1	14,7	17,4	18,6	19,1	21,6	22,5	23,3	24,4	25,3	25,5
in % dei contributi lavoratori	37,7	36,1	33,2	30,8	30,7	30,3	32,5	35,0	34,7	31,9	32,2	31,9	31,2	32,1	34,1	35,0
- fondi pensione <i>funded</i>	19,2	22,2	26,6	27,9	29,0	30,0	28,2	30,0	32,7	38,2	42,8	45,5	48,1	48,4	45,5	43,7
in % dei contributi lavoratori	57,7	59,3	62,4	64,6	64,4	64,5	62,1	60,4	60,8	63,8	64,0	64,4	64,4	63,8	61,3	59,8

Fonte: Office for National Statistics, *The Blue Book 2003*, tavv. 5.2.4S e 6.1.4S.

Tavola 9

Redditi netti da pensione del totale delle <i>pensioner units</i>						
(sterline per settimana; prezzi 2001-02)						
	1979	1994-95	1996-97	2001-02	variazioni %	
					1979 e 1996-97	1994-95 e 2001-02
reddito medio						
prima dei costi di <i>housing</i>	121	186	198	229	63,6	23,1
dopo i costi di <i>housing</i>	100	158	170	207	70,0	31,0
reddito mediano						
prima dei costi di <i>housing</i>	96	143	157	180	63,5	25,9
dopo i costi di <i>housing</i>	78	115	128	157	64,1	36,5

Fonte: ONS, *The Pensioners' Incomes Series 2001-02*.

Tavola 10

Reddito mediano netto* delle *pensioner units* per quintile della distribuzione del reddito netto

	(sterline per settimana; prezzi 2001-02; variazione % interperiodale in corsivo)									
	1979			1996-97			2001-02			
	bottom	middle	top	bottom	middle	top	bottom	middle	top	
<i>Pensioner couples</i>	106	144	275	143	34,9	225	56,3	494	79,6	
<i>Single pensioners</i>	61	82	132	78	27,9	124	51,2	233	76,5	
<i>Pensioner couples</i>	132	209	442	155	17,4	251	20,1	510	15,4	
<i>Single pensioners</i>	73	116	211	87	19,2	148	27,6	261	23,7	

Fonte: ONS, *The Pensioners' Incomes Series 2001-02*. * prima degli *housing costs*.

Tavola 11

Componenti del reddito medio lordo delle *pensioner couples* per quintile della distribuzione del reddito

(sterline per settimana; prezzi 2001-02; percentuali delle singole componenti in corsivo)

	1979							
	all		bottom		middle		top	
Totale	205		112		156		419	
Benefici statali (1)	109	53,2	105	93,8	115	73,7	100	23,9
Pensioni <i>occupational</i>	41	20,0	3	2,7	24	15,4	118	28,2
Investimenti (2)	22	10,7	3	2,7	7	4,5	79	18,9
<i>Earnings</i>	33	16,1	0	0,0	8	5,1	119	28,4
	1994-95							
	all		bottom		middle		top	
Totale	312		145		232		684	
Benefici statali (1)	141	45,2	126	86,9	153	65,9	134	19,6
Pensioni <i>occupational</i>	89	28,5	11	7,6	53	22,8	245	35,8
Pensioni <i>personal</i>	5	1,6	1	0,7	2	0,9	18	2,6
Investimenti (2)	42	13,5	6	4,1	13	5,6	156	22,8
<i>Earnings</i>	33	10,6	1	0,7	10	4,3	128	18,7
	2001-02							
	all		bottom		middle		top	
Totale	385		165		276		889	
Benefici statali (1)	162	42,1	138	83,6	173	62,7	157	17,7
Pensioni <i>occupational</i>	111	28,8	14	8,5	70	25,4	302	34,0
Pensioni <i>personal</i>	14	3,6	3	1,8	7	2,5	45	5,1
Investimenti (2)	45	11,7	5	3,0	13	4,7	173	19,5
<i>Earnings</i>	48	12,5	3	1,8	12	4,3	201	22,6

Fonte: ONS, *The Pensioners' Incomes Series 2001-02*.(1) Oltre alle pensioni, tale voce include i seguenti strumenti: *Minimum Income Guarantee*, *Housing Benefit* e *Council Tax Benefit*.(2) Include il reddito da pensioni *personal*.

Tavola 12

Adesione ai fondi pensione privati per dimensione dell'impresa (valori percentuali; lavoratori <i>full-time</i>)									
numero di dipendenti									
3-24		25-29		100-999		>999		totale	
uomini	donne	uomini	donne	uomini	donne	uomini	donne	uomini	donne
pensione <i>occupational</i> disponibile									
32	35	51	58	67	69	81	83	54	58
pensione <i>occupational</i> non disponibile									
52	44	25	20	11	8	6	3	26	21
pensione <i>personal</i>									
26	14	27	14	18	10	11	11	22	13
almeno una delle due									
52	47	67	66	76	73	84	85	67	65

Fonte: ONS, *General Household Survey 2000-01*.

Tavola 13

Numero dei fondi pensione <i>occupational</i> per dimensione e <i>status</i>						
	aderenti	totale	<i>open</i>	<i>closed</i>	<i>frozen</i>	<i>winding up</i>
>10.000		221	196	23	2	0
5.000 - 9.999		195	170	11	4	11
1.000 - 4.999		1.110	906	121	54	27
100 - 999		5.630	4.240	810	156	426
12 - 99		11.700	5.650	3.480	724	1.830
<12		86.200	50.900	24.600	5.860	4.820
Totale fondi		105.000	62.100	29.000	6.800	7.120

Fonte: GAD (2002).

N.B. I dati di colonna possono non corrispondere al totale a causa di arrotondamenti.

Tavola 14

 Numero dei fondi pensione *open* per dimensione e tipologia

Dimensione (aderenti)	totale		prestazione definita		contribuzione definita		misti	
	numero	membri attivi*	numero	membri attivi*	numero	membri attivi*	numero	membri attivi*
>10.000	196	2,6	160	2,4	n.d.	0,1	36	0,1
5.000 - 9.999	170	0,5	123	0,5	7	0,0	40	0,0
1.000 - 4.999	906	1,1	664	0,8	187	0,3	55	0,0
100 - 999	4.240	0,9	3.030	0,7	1.030	0,2	172	0,0
12 - 99	5.650	0,3	2.460	0,2	3.040	0,1	145	0,0
<12	50.900	0,2	11.500	0,0	39.500	0,2	0	0,0
Totale fondi	62.100	5,7	17.900	4,6	43.700	0,9	448	0,1

Fonte: GAD (2002). * In milioni, fondi *open* e *closed*.

N.B. I dati di colonna possono non corrispondere al totale a causa di arrotondamenti.

Tavola 15

Attività finanziarie dei fondi *occupational* per dimensione e *status*

(milioni di sterline)

No. membri	Tutti i Fondi		
	AF totali	AF medie per fondo	AF medie per membro*
>10.000	502.000	2.270	54
5.000 - 9.999	57.400	294	41
1.000 - 4.999	85.400	77	35
100 - 999	60.200	11	32
12 - 99	13.300	1,1	22
<12	43.500	0,5	113
Totale fondi	762.000	7,3	47
	Fondi <i>open e closed</i>		
	AF totali	AF medie per fondo	AF medie per membro*
>10.000	480.000	2.190	56
5.000 - 9.999	55.700	309	42
1.000 - 4.999	82.500	80	35
100 - 999	58.200	12	33
12 - 99	11.600	1,3	23
<12	42.500	0,6	130
Totale fondi	730.000	8,0	49
	Fondi <i>frozen e winding up</i>		
	AF totali	AF medie per fondo	AF medie per membro*
>10.000	-	-	-
5.000 - 9.999	-	-	-
1.000 - 4.999	-	-	-
100 - 999	1.940	3,3	17
12 - 99	1.700	0,7	17
<12	931	0,1	16
Totale fondi	31.500	2,3	26

Fonte: GAD (2002). * Migliaia di sterline.

N.B. Le somme possono non corrispondere ai totali a causa di arrotondamenti.

Tavola 16

Numero dei membri attivi nei fondi *contracted out*

No. membri	totale		prestazione definita (COSRS)		contribuzione definita (COMPS)		misti (COMBS)	
	membri attivi*	%^	membri attivi*	%^	membri attivi*	%^	membri attivi*	%^
>10.000	2,5	98	2,3	90	0,0	1	0,2	8
5.000 - 9.999	0,4	86	0,4	71	0,0	8	0,0	8
1.000 - 4.999	0,9	83	0,7	65	0,2	14	0,0	3
100 - 999	0,7	76	0,6	64	0,1	8	0,0	4
12 - 99	0,1	31	0,1	27	0,0	4	0,0	0
<12	0,0	7	0,0	1	0,0	6	0,0	0
Totale fondi	4,7	83	4,1	72	0,3	6	0,3	6

Fonte: GAD (2002). * In milioni, fondi *open* e *closed*. ^ sul totale dei membri attivi di tutti i fondi aziendali *open* e *closed*.

N.B. Le somme possono non corrispondere ai totali a causa di arrotondamenti.

Tavola 17

Indicatori di vulnerabilità finanziaria delle compagnie di assicurazione sulla vita												
(miliardi di sterline)												
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Riserve tecniche	238,1	280,3	354,7	357,3	424,9	470,9	581,0	669,3	700,2	838,5	831,1	794,2
in % delle passività totali	84,3	84,2	80,7	87,0	84,3	83,7	83,7	95,5	72,9	86,6	87,2	88,9
Surplus delle entrate sulle uscite	40,1	41,4	74,9	3,8	67,4	45,9	110,3	87,0	130,2	38,5	-7,4	-39,9
Rapporto premi/prestazioni	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5	1,2	1,3	1,2
Eccesso di valore delle attività sulle passività	36,0	43,5	74,2	42,6	63,3	71,8	89,8	96,5	117,0	79,2	63,3	26,5
in % delle passività totali (<i>free asset ratio</i>)	12,8	13,1	16,9	10,4	12,5	12,8	12,9	13,8	12,2	8,2	6,6	3,0

Fonte: ONS, *Insurance companies', self-administered pension funds' and trusts' investments* (MQ5) - terzo trimestre 2002.

Tavola 18

Regno Unito - entrate e uscite delle compagnie di assicurazione sulla vita (<i>long-term funds</i>)												
(principali componenti, miliardi di sterline)												
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
entrate												
Totali	75,8	81,1	118,7	46,6	115,6	104,6	185,0	172,4	232,3	126,1	97,6	59,0
Premi	41,3	44,9	51,5	46,8	49,3	60,2	69,0	86,2	97,8	101,8	111,3	113,0
in % delle entrate totali	54,4	55,4	43,4	100,4	42,6	57,5	37,3	50,0	42,1	80,7	114,0	191,4
Rendite, dividendi e interessi	17,2	18,5	20,0	20,4	25,2	27,5	29,8	32,0	33,5	33,8	36,8	36,1
in % delle entrate totali	22,7	22,8	16,9	43,8	21,8	26,3	16,1	18,6	14,4	26,8	37,7	61,2
Trasferimenti	17,1	17,3	46,4	-21,2	40,3	15,7	85,3	51,9	100,3	-10,3	-51,1	-91,1
in % delle entrate totali	22,6	21,3	39,1	-45,5	34,9	15,0	46,1	30,1	43,2	-8,2	-52,4	-154,2
uscite												
Totali	35,7	39,6	43,8	42,9	48,2	58,7	74,7	85,5	102,1	87,6	105,1	98,9
Prestazioni (<i>claims payable</i>)	24,7	28,7	33,3	31,5	35,4	42,5	51,4	59,5	65,6	82,2	88,5	92,6
in % delle uscite totali	69,2	72,4	76,0	73,5	73,6	72,4	68,9	69,7	64,3	93,8	84,3	93,6
Costi amministrativi	9,2	9,5	10,4	9,5	10,5	11,3	13,0	14,5	16,1	15,1	13,6	12,0
in % delle uscite totali	25,6	24,0	23,7	22,2	21,9	19,2	17,4	17,0	15,7	17,2	12,9	12,1

Fonte: ONS, *Insurance companies', self-administered pension funds' and trusts' investments* (MQ5) - terzo trimestre 2002.

Tavola 19

Compagnie di assicurazione sulla vita - evoluzione delle entrate e delle uscite di natura previdenziale

	(miliardi di sterline)											
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
entrate												
- assicurazioni sulla vita	17,7	19,9	23,2	22,8	23,5	27,4	29,1	34,0	43,1	42,2	45,0	38,0
in % dei premi totali	42,8	44,2	45,0	48,7	47,7	45,5	42,1	39,5	44,0	41,5	40,4	33,0
- pensioni	21,8	23,0	26,3	22,6	24,4	31,3	38,3	50,5	52,9	58,0	64,0	67,3
in % dei premi totali	52,8	51,3	51,1	48,2	49,5	52,0	55,6	58,6	54,1	57,0	57,5	58,6
- individuali (<i>personal</i>)	12,9	14,5	16,6	13,5	14,9	16,8	19,6	22,8	22,3	27,5	31,6	36,1
in % del totale pensioni	59,3	63,1	63,0	59,9	61,2	53,6	51,2	45,1	42,0	47,4	49,3	53,6
- aziendali (<i>occupational</i>)	8,9	8,5	9,7	9,0	9,5	14,5	18,7	27,8	30,7	30,5	32,4	31,2
in % del totale pensioni	40,7	36,9	37,0	40,1	38,8	46,4	48,8	54,9	58,0	52,6	50,7	46,4
uscite												
- assicurazioni sulla vita	12,6	13,8	16,3	15,2	16,8	19,8	22,3	26,4	27,8	33,7	40,5	39,5
in % dei <i>claims</i> totali	50,9	48,1	49,0	48,3	47,3	46,4	43,4	44,3	42,4	41,1	45,7	40,7
- pensioni	10,9	13,3	15,2	14,6	16,9	21,2	26,4	31,1	35,5	46,6	45,8	50,4
in % dei <i>claims</i> totali	44,0	46,5	45,6	46,3	47,6	49,8	51,3	52,2	54,1	56,6	51,7	51,9
- individuali (<i>personal</i>)	4,4	5,4	5,4	5,4	7,5	9,8	11,2	16,7	18,2	22,5	24,9	28,4
in % del totale pensioni	40,3	40,2	35,8	37,0	44,7	46,4	42,6	53,7	51,2	48,3	54,4	56,2
- aziendali (<i>occupational</i>)	6,5	8,0	9,8	9,2	9,3	11,4	15,2	14,4	17,3	24,1	20,9	22,1
in % del totale pensioni	59,7	59,8	64,2	63,0	55,3	53,6	57,4	46,3	48,8	51,7	45,6	43,8
rapporto entrate/uscite												
- assicurazioni sulla vita	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,5	1,3	1,1	1,0
- pensioni	2,0	1,7	1,7	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,5	1,2	1,4	1,3
- individuali (<i>personal</i>)	2,9	2,7	3,1	2,5	2,0	1,7	1,7	1,4	1,2	1,2	1,3	1,3
- aziendali (<i>occupational</i>)	1,4	1,1	1,0	1,0	1,0	1,3	1,2	1,9	1,8	1,3	1,6	1,4

Fonte: ONS, *Insurance companies', self-administered pension funds' and trusts' investments* (MQ5) - terzo trimestre 2002.

Tavola 20

Regno Unito - entrate e uscite dei fondi pensione (<i>self-administered</i>)												
(principali componenti, miliardi di sterline)												
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
entrate												
Totali (1)	29,7	29,6	28,8	29,9	31,4	34,4	35,0	34,2	39,6	42,4	40,1	44,2
Contributi dei datori di lavoro	5,6	5,3	6,4	7,4	7,5	7,9	7,7	7,6	9,2	10,7	11,4	14,3
in % delle entrate totali	18,8	18,1	22,3	24,6	23,8	23,1	22,0	22,2	23,3	25,2	28,4	32,5
Contributi dei lavoratori	3,7	4,1	4,0	3,7	3,8	3,8	4,0	3,8	4,6	5,1	4,9	5,2
in % delle entrate totali	12,6	13,9	13,9	12,3	12,0	11,0	11,5	11,2	11,6	12,0	12,3	11,7
Rendite, dividendi e interessi	17,1	16,9	16,0	17,2	18,7	20,4	21,3	20,6	20,8	19,3	18,1	17,9
in % delle entrate totali	57,4	56,9	55,6	57,6	59,7	59,3	60,7	60,2	52,5	45,5	45,1	40,4
uscite												
Totali	20,3	21,8	23,5	24,4	25,0	26,9	28,6	30,7	33,9	37,1	40,8	37,6
Prestazioni	15,2	17,5	19,1	21,1	21,9	23,2	24,6	25,7	28,0	29,5	29,1	31,2
in % delle uscite totali	74,9	80,5	81,3	86,5	87,4	86,2	85,8	83,5	82,7	79,6	71,2	83,0
indicatori di vulnerabilità finanziaria												
Surplus delle entrate sulle uscite	9,4	7,9	5,3	5,5	6,3	7,4	6,4	3,5	5,7	5,3	-0,8	6,6
Rapporto contributi/prestazioni	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6

Fonte: ONS, *Insurance companies', self-administered pension funds' and trusts' investments* (MQ5) - terzo trimestre 2002.

Bibliografia

- Abate J. (2003), *Pension Problems*. Lehman Brothers, Global Weekly Economic Monitor. 30 Maggio.
- Amato G. – Marè M. (2002), *Two Pillars Are Better Than One*. In: Leading Change for Pension Reform. Policy Network, London.
- Banca centrale europea (2003), *Bollettino Mensile*. Dicembre.
- Banca d'Italia (2002), *Relazione annuale sul 2001*. Roma.
- Bank of England (2003), *Financial Stability Review*. Giugno.
- Barr N. (2000), *Reforming Pensions: Myths, Truths and Policy Choices*. IMF Working Paper No. 139.
- Besley T. – Pratt A. (2002), *Pension Fund Governance and the Choice Between Defined Benefit and Defined Contribution Plans*. London School of Economics, mimeo.
- Black F. (1980), *The Tax Consequences of Long-Run Pension Policy*. Financial Analysts Journal. Luglio-agosto.
- Blake D. (2002a), *The United Kingdom Pension System: Key Issues*. The Pension Institute Discussion Paper No. 107.
- _____ (2002b), *The Impact of Wealth on Consumption and Retirement Behaviour in the UK*. UBS Pensions Programme at LSE, Discussion Paper No. 429.
- _____ (2003a), *UK Pension Fund Management After Myners: The Hunt for Correlation Begins*. UBS Pensions Programme at LSE, Discussion Paper No. 445.
- _____ (2003b), *The United Kingdom Pension System: Key Issues*. UBS Pensions Programme at LSE, Discussion Paper No. 452.
- Bodie Z. (1995), *On the Risk of Stocks in the Long Run*. Financial Analysts Journal.
- _____ (2001), *Retirement Investing: A New Approach*. Boston University School of Management, Working Paper No. 3.
- British Bankers' Association (2000), *1999/2000 Credit Derivatives Survey*. London.
- _____ (2002), *2001/2002 Credit Derivatives Survey*. London.
- Committee on the Global Financial System (2003), *Credit Risk Transfer*. Bank for International Settlements. Gennaio.
- Confederation of British Industry (2003), *The Impact of Pension Deficit*. Economic Brief. Luglio.
- Consiglio dell'Unione europea (2003), *Relazione Congiunta della Commissione e del Consiglio in Materia di Pensioni Adeguate e Sostenibili*. Marzo.
- Cooper S. – Bianco D. (2003), *Should Pension Funds Invest in Equities?* UBS Global Equity Research, Q-Series. Settembre.

- Credit Suisse First Boston (2003), *Credit Risk Transfer*. Maggio.
- Davies H. (2003), *FSA's Approach to Insurance Regulation*. Speech alla Association of British Insurers Annual Conference. Aprile.
- Deans S. (2003), *Pension Accounting: Impact on Earnings*. Lehman Brothers, Global Equity Research Europe. Luglio.
- Department of Social Security (1998), *A New Contract for Welfare: Partnership in Pensions* (Green Paper). Dicembre.
- Department for Work and Pensions (2002a), *Survey on Employers' Pension Provision*. Research Report No. 163. Marzo.
- _____ (2002b), *Simplicity, Security and Choice: Working and Saving for Retirement* (Green Paper). Dicembre.
- _____ (2003a), *Simplicity, Security and Choice: Working and Saving for Retirement. Actions on Occupational Pensions*. Giugno.
- _____ (2003b), *Second Tier Pension Provision*. Dicembre.
- Disney R. – Emmerson C. – Smith S. (2001), *Pension Reform and Economic Performance in Britain in the 1980s and 1990s*. Institute of Fiscal Studies, London.
- Disney R. – Johnson P. (2001), *Pension Systems and Retirement Incomes accross OECD Countries*. Edward Elgar.
- (the) Economist (2003a), *True and Fair is not Hard and Fast*. Special Report, 26 aprile.
- (the) Economist (2003b), *How's Your Pension Doing?* 10 maggio.
- Emmerson C. – Johnson P. (2001), *Pension Provision in the United Kingdom*. In: Disney R. – Johnson P. (eds.), *Pension Systems and Retirement Incomes accross OECD Countries*.
- Financial Services Authority (2002a), *Cross-Sector Risk Transfer*. Maggio.
- _____ (2002b), *A New Regulatory Approach to Insurance Firms' Use of Financial Engineering*. Consultation Paper No. 144. Luglio.
- _____ (2002c), *The Future Regulation of Insurance*. Ottobre.
- _____ (2003), *Financial Risk Outlook*. Gennaio.
- Fitch Ratings (2003a), *The European Pensions Debate*. Corporate Finance, Criteria Report. Marzo.
- _____ (2003b), *Global Credit Derivatives: Risk Management or Risk?* Special Report. Marzo.
- Government Actuary's Department (2000), *Occupational Pension Schemes 1995 –*

- Tenth Survey*. Gennaio.
-
- _____ (2002), *Occupational Pension Schemes 2000 – Eleventh Survey*. Agosto.
- Gregory A. – Tonks I. (2002), *Performance of Personal Pensions in the UK*. Leverhulme Centre for Market and Public Organisation (CMPO), University of Bristol, mimeo.
- Harris T. S. – Michaelides L. – Weyns G. (2003), *UK Pensions: Is It Just a Storm in a Teacup?* Morgan Stanley, Equity Research Europe, Global Valuation and Accounting Policy. Gennaio.
- HM Treasury (2001), *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review* (Rapporto Myners). Marzo.
- _____ (2002a), *A Simpler Way to Better Pensions – An Independent Report* (Rapporto Pickering). Luglio.
- _____ (2002b), *Medium and Long-Term Retail Savings in the UK* (Rapporto Sandler). Luglio.
- _____ (2002c), *Pre-Budget Report*. Novembre
- _____ (2002d), *Long-Term Public Finance Report: An Analysis of Fiscal Sustainability*. Novembre.
- _____ (2003), *Proposed Product Specifications for Sandler “Stakeholder” Products*. Gennaio.
- HSBC (2003), *The Big Pension Book*. UK Strategy. Aprile.
- Inland Revenue (2002), *Simplifying the Taxation of Pensions – Increasing Choice and Flexibility for All*. Dicembre.
- International Association of Insurance Supervisors (2003), *IAIS Paper on Credit Risk Transfer Between Insurance, Banks and Other Financial Sectors*. Presented to the Financial Stability Forum.
- International Monetary Fund (2003), *Global Financial Stability Report*. Marzo.
- ISTAT (2002), *Annuario Statistico Italiano*. Roma.
- Jousten A. (2001), *Pension Provision in the United States*. In: Disney R. – Johnson P. (eds.), *Pension Systems and Retirement Incomes across OECD Countries*.
- Lehman Brothers (2003), *Pension Deficits and Corporate Spreads*. Aprile.
- Large A. (2003), *Basel II and Systemic Stability*. Speech alla British Bankers’ Association. Marzo.
- Lindbeck A. – Persson M. (2003), *The Gains from Pension Reform*. Journal of Economic Literature, Vol. 41, No. 1.
- Motyka R. et al (2003), *Credit Risk Transfer in a Post-Enron World*. UBS Warburg, Global Equity Research. Marzo.

- National Association of Pension Funds (2002), *28th Annual Survey*. Dicembre.
 _____ (2003a), *Year Book 2003*. Gennaio.
 _____ (2003b), *29th Annual Survey*. Dicembre.
- O'Brien C. (2003), *Life Insurers' Financial Strength*. Centre for Risk and Insurance Studies, Nottingham University Business School. Maggio.
- OECD (2002), *Economic Outlook*. Dicembre.
- Office for National Statistics (2003a), *Insurance Companies', Self-Administered Pension Funds' and Trusts' Investments* (MQ5). Terzo trimestre 2002.
 _____ (2003b), *United Kingdom Economic Account*. Primo trimestre.
 _____ (2003c), *The Pensioners' Income Series 2001-02*.
 _____ (2003d), *The Blue Book*.
- Oliver, Wyman & Company (2001), *The Future Regulation of UK Savings and Investment: Targeting the Savings Gap*. Settembre.
- Pensions Policy Institute (2003), *A Guide to State Pension Reform*. Luglio
- Pension Service (2002), *Personal Pensions: Your Guide*. Department for Work and Pensions.
- Rule D. (2001a), *The Credit Derivatives Market: Its Development and Possible Implications for Financial Stability*. Bank of England Financial Stability Review. Giugno.
 _____ (2001b), *Risk Transfer Between Banks, Insurance Companies and Capital Markets: An Overview*. Bank of England Financial Stability Review. Dicembre.
- Spadafora F. (2003), *Il Sistema Previdenziale del Regno Unito*. CeRP, Argomenti di Discussione No. 4.
- Tiner J. (2003), *The FSA's Radical New Approach to Insurance Regulation*. Discorso al Central & Eastern European Regulators Seminar. 27 giugno.
- UK Government (2002), *United Kingdom National Strategy Report on the Future of Pension System*. Settembre.
- Van Bezooeyen J. (2002), *FRS 17 Revisited – A Statistical Analysis*. Morgan Stanley, Global Pensions Quarterly, novembre.
- Visco I. (2002), *Ageing Populations: Economic Issues and Policy Challenges*. In: Siebert H. (2002), *Economic Policy for Aging Societies*. Springer-Verlag, Berlino.
- Willetts D. – Yeo S. (2003), *A Fair Deal for Everyone on Pensions*. Disponibile all'indirizzo: www.conservatives.com.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI “TEMI DI DISCUSSIONE” (*)

- N. 479 — *The effects of bank mergers on credit availability: evidence from corporate data*, di E. BONACCORSI DI PATTI e G. GOBBI (giugno 2003).
- N. 480 — *Cost efficiency in the retail payment networks: first evidence from the Italian credit card system*, di G. ARDIZZI (giugno 2003).
- N. 481 — *Bank competition and firm creation*, di E. BONACCORSI DI PATTI e G. DELL'ARICCIA (giugno 2003).
- N. 482 — *La distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane*, di L. CANNARI e G. D'ALESSIO (giugno 2003).
- N. 483 — *Risk aversion, wealth and background risk*, di L. GUISO e M. PAIELLA (settembre 2003).
- N. 484 — *What is this thing called confidence? A comparative analysis of consumer indices in eight major countries*, di R. GOLINELLI e G. PARIGI (settembre 2003).
- N. 485 — *L'utilizzo degli indicatori compositi nell'analisi congiunturale territoriale: un'applicazione all'economia del Veneto*, di P. CHIADES, M. GALLO e A. VENTURINI (settembre 2003).
- N. 486 — *Bank capital and lending behaviour: empirical evidence for Italy*, di L. GAMBACORTA e P. E. MISTRULLI (settembre 2003).
- N. 487 — *A polarization of polarization? The distribution of inequality 1970-1996*, di C. BIANCOTTI (marzo 2004).
- N. 488 — *Pitfalls of monetary policy under incomplete information: imprecise indicators and real indeterminacy*, di E. GAIOTTI (marzo 2004).
- N. 489 — *Information technology and productivity changes in the Italian banking industry*, di L. CASOLARO e G. GOBBI (marzo 2004).
- N. 490 — *La bilancia dei pagamenti di parte corrente Nord-Sud (1998-2000)*, di L. CANNARI e S. CHIRI (marzo 2004).
- N. 491 — *Investire in Italia? Risultati di una recente indagine empirica*, di M. COMMITTERI (marzo 2004).
- N. 492 — *Centralization of wage bargaining and the unemployment rate: revisiting the hump-shape hypothesis*, di L. FORNI (giugno 2004).
- N. 493 — *Endogenous monetary policy with unobserved potential output*, di A. CUKIERMAN e F. LIPPI (giugno 2004).
- N. 494 — *Il credito commerciale: problemi e teorie*, di M. OMICCIOLI (giugno 2004).
- N. 495 — *Condizioni di credito commerciale e differenziazione della clientela*, di L. CANNARI, S. CHIRI e M. OMICCIOLI (giugno 2004).
- N. 496 — *Il debito commerciale in Italia: quanto contano le motivazioni finanziarie?*, di P. FINALDI RUSSO e L. LEVA (giugno 2004).
- N. 497 — *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, di A. CARMIGNANI (giugno 2004).
- N. 498 — *Does trade credit substitute for bank credit?*, di G. DE BLASIO (giugno 2004).
- N. 499 — *Monetary policy and the transition to rational expectations*, di G. FERRERO (giugno 2004).
- N. 500 — *Turning-point indicators from business surveys: real-time detection for the euro area and its major member countries*, di A. BAFFIGI e A. BASSANETTI (giugno 2004).
- N. 501 — *La ricchezza delle famiglie italiane e americane*, di I. FAIELLA e A. NERI (giugno 2004).
- N. 502 — *Optimal duplication of effort in advocacy systems*, di G. PALUMBO (giugno 2004).

(*) I “Temi” possono essere richiesti a:

Banca d'Italia – Servizio Studi – Divisione Biblioteca e pubblicazioni – Via Nazionale, 91 – 00184 Roma (fax 0039 06 47922059). Essi sono disponibili sul sito Internet www.bancaditalia.it.

PUBBLICAZIONE ESTERNA DI LAVORI APPARSI NEI "TEMI"

1999

- L. GUIISO e G. PARIGI, *Investment and demand uncertainty*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 114 (1), pp. 185-228, **TD No. 289 (novembre 1996)**.
- A. F. POZZOLO, *Gli effetti della liberalizzazione valutaria sulle transazioni finanziarie dell'Italia con l'estero*, Rivista di Politica Economica, Vol. 89 (3), pp. 45-76, **TD No. 296 (febbraio 1997)**.
- A. CUKIERMAN e F. LIPPI, *Central bank independence, centralization of wage bargaining, inflation and unemployment: theory and evidence*, European Economic Review, Vol. 43 (7), pp. 1395-1434, **TD No. 332 (aprile 1998)**.
- P. CASELLI e R. RINALDI, *La politica fiscale nei paesi dell'Unione europea negli anni novanta*, Studi e note di economia, (1), pp. 71-109, **TD No. 334 (luglio 1998)**.
- A. BRANDOLINI, *The distribution of personal income in post-war Italy: Source description, data quality, and the time pattern of income inequality*, Giornale degli economisti e Annali di economia, Vol. 58 (2), pp. 183-239, **TD No. 350 (aprile 1999)**.
- L. GUIISO, A. K. KASHYAP, F. PANETTA e D. TERLIZZESE, *Will a common European monetary policy have asymmetric effects?*, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, Vol. 23 (4), pp. 56-75, **TD No. 384 (ottobre 2000)**.

2000

- P. ANGELINI, *Are Banks Risk-Averse? Timing of the Operations in the Interbank Market*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 32 (1), pp. 54-73, **TD No. 266 (aprile 1996)**
- F. DRUDI e R. GIORDANO, *Default Risk and optimal debt management*, Journal of Banking and Finance, Vol. 24 (6), pp. 861-892, **TD No. 278 (settembre 1996)**.
- F. DRUDI e R. GIORDANO, *Wage indexation, employment and inflation*, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 102 (4), pp. 645-668, **TD No. 292 (dicembre 1996)**.
- F. DRUDI e A. PRATI, *Signaling fiscal regime sustainability*, European Economic Review, Vol. 44 (10), pp. 1897-1930, **TD No. 335 (settembre 1998)**.
- F. FORNARI e R. VIOLI, *The probability density function of interest rates implied in the price of options*, in: R. Violi, (a cura di), *Mercati dei derivati, controllo monetario e stabilità finanziaria*, Il Mulino, Bologna. **TD No. 339 (ottobre 1998)**.
- D. J. MARCHETTI e G. PARIGI, *Energy consumption, survey data and the prediction of industrial production in Italy*, Journal of Forecasting, Vol. 19 (5), pp. 419-440, **TD No. 342 (dicembre 1998)**.
- A. BAFFIGI, M. PAGNINI e F. QUINTILIANI, *Localismo bancario e distretti industriali: assetto dei mercati del credito e finanziamento degli investimenti*, in: L.F. Signorini (a cura di), *Lo sviluppo locale: un'indagine della Banca d'Italia sui distretti industriali*, Donzelli, **TD No. 347 (marzo 1999)**.
- A. SCALIA e V. VACCA, *Does market transparency matter? A case study*, in: *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, Basel, Bank for International Settlements, **TD No. 359 (ottobre 1999)**.
- F. SCHIVARDI, *Rigidità nel mercato del lavoro, disoccupazione e crescita*, Giornale degli economisti e Annali di economia, Vol. 59 (1), pp. 117-143, **TD No. 364 (dicembre 1999)**.
- G. BODO, R. GOLINELLI e G. PARIGI, *Forecasting industrial production in the euro area*, Empirical Economics, Vol. 25 (4), pp. 541-561, **TD No. 370 (marzo 2000)**.
- F. ALTISSIMO, D. J. MARCHETTI e G. P. ONETO, *The Italian business cycle: Coincident and leading indicators and some stylized facts*, Giornale degli economisti e Annali di economia, Vol. 60 (2), pp. 147-220, **TD No. 377 (ottobre 2000)**.
- C. MICHELACCI e P. ZAFFARONI, *(Fractional) Beta convergence*, Journal of Monetary Economics, Vol. 45, pp. 129-153, **TD No. 383 (ottobre 2000)**.

R. DE BONIS e A. FERRANDO, *The Italian banking structure in the nineties: testing the multimarket contact hypothesis*, Economic Notes, Vol. 29 (2), pp. 215-241, **TD No. 387 (ottobre 2000)**.

2001

M. CARUSO, *Stock prices and money velocity: A multi-country analysis*, Empirical Economics, Vol. 26 (4), pp. 651-72, **TD No. 264 (febbraio 1996)**.

P. CIPOLLONE e D. J. MARCHETTI, *Bottlenecks and limits to growth: A multisectoral analysis of Italian industry*, Journal of Policy Modeling, Vol. 23 (6), pp. 601-620, **TD No. 314 (agosto 1997)**.

P. CASELLI, *Fiscal consolidations under fixed exchange rates*, European Economic Review, Vol. 45 (3), pp. 425-450, **TD No. 336 (ottobre 1998)**.

F. ALTISSIMO e G. L. VIOLANTE, *Nonlinear VAR: Some theory and an application to US GNP and unemployment*, Journal of Applied Econometrics, Vol. 16 (4), pp. 461-486, **TD No. 338 (ottobre 1998)**.

F. NUCCI e A. F. POZZOLO, *Investment and the exchange rate*, European Economic Review, Vol. 45 (2), pp. 259-283, **TD No. 344 (ottobre 1998)**.

L. GAMBACORTA, *On the institutional design of the European monetary union: Conservatism, stability pact and economic shocks*, Economic Notes, Vol. 30 (1), pp. 109-143, **TD No. 356 (giugno 1999)**.

P. FINALDI RUSSO e P. ROSSI, *Credit constraints in Italian industrial districts*, Applied Economics, Vol. 33 (11), pp. 1469-1477, **TD No. 360 (dicembre 1999)**.

A. CUKIERMAN e F. LIPPI, *Labor markets and monetary union: A strategic analysis*, Economic Journal, Vol. 111 (473), pp. 541-565, **TD No. 365 (febbraio 2000)**.

G. PARIGI e S. SIVIERO, *An investment-function-based measure of capacity utilisation, potential output and utilised capacity in the Bank of Italy's quarterly model*, Economic Modelling, Vol. 18 (4), pp. 525-550, **TD No. 367 (febbraio 2000)**.

F. BALASSONE e D. MONACELLI, *Emu fiscal rules: Is there a gap?*, in: M. Bordignon e D. Da Empoli (a cura di), *Politica fiscale, flessibilità dei mercati e crescita*, Milano, Franco Angeli, **TD No. 375 (luglio 2000)**.

A. B. ATKINSON e A. BRANDOLINI, *Promise and pitfalls in the use of "secondary" data-sets: Income inequality in OECD countries*, Journal of Economic Literature, Vol. 39 (3), pp. 771-799, **TD No. 379 (ottobre 2000)**.

D. FOCARELLI e A. F. POZZOLO, *The determinants of cross-border bank shareholdings: An analysis with bank-level data from OECD countries*, Journal of Banking and Finance, Vol. 25 (12), pp. 2305-2337, **TD No. 381 (ottobre 2000)**.

M. SBRACIA e A. ZAGHINI, *Expectations and information in second generation currency crises models*, Economic Modelling, Vol. 18 (2), pp. 203-222, **TD No. 391 (dicembre 2000)**.

F. FORNARI e A. MELE, *Recovering the probability density function of asset prices using GARCH as diffusion approximations*, Journal of Empirical Finance, Vol. 8 (1), pp. 83-110, **TD No. 396 (febbraio 2001)**.

P. CIPOLLONE, *La convergenza dei salari manifatturieri in Europa*, Politica economica, Vol. 17 (1), pp. 97-125, **TD No. 398 (febbraio 2001)**.

E. BONACCORSI di PATTI e G. GOBBI, *The changing structure of local credit markets: Are small businesses special?*, Journal of Banking and Finance, Vol. 25 (12), pp. 2209-2237, **TD No. 404 (giugno 2001)**.

G. MESSINA, *Decentramento fiscale e perequazione regionale. Efficienza e redistribuzione nel nuovo sistema di finanziamento delle regioni a statuto ordinario*, Studi economici, Vol. 56 (73), pp. 131-148, **TD No. 416 (agosto 2001)**.

2002

- R. CESARI e F. PANETTA, *Style, fees and performance of Italian equity funds*, Journal of Banking and Finance, Vol. 26 (1), **TD No. 325 (gennaio 1998)**.
- C. GIANNINI, "*Enemy of none but a common friend of all*"? *An international perspective on the lender-of-last-resort function*, Essay in International Finance, Vol. 214, Princeton, N. J., Princeton University Press, **TD No. 341 (dicembre 1998)**.
- A. ZAGHINI, *Fiscal adjustments and economic performing: A comparative study*, Applied Economics, Vol. 33 (5), pp. 613-624, **TD No. 355 (giugno 1999)**.
- F. ALTISSIMO, S. SIVIERO e D. TERLIZZESE, *How deep are the deep parameters?*, Annales d'Economie et de Statistique, (67/68), pp. 207-226, **TD No. 354 (giugno 1999)**.
- F. FORNARI, C. MONTICELLI, M. PERICOLI e M. TIVEGNA, *The impact of news on the exchange rate of the lira and long-term interest rates*, Economic Modelling, Vol. 19 (4), pp. 611-639, **TD No. 358 (ottobre 1999)**.
- D. FOCARELLI, F. PANETTA e C. SALLESO, *Why do banks merge?*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 34 (4), pp. 1047-1066, **TD No. 361 (dicembre 1999)**.
- D. J. MARCHETTI, *Markup and the business cycle: Evidence from Italian manufacturing branches*, Open Economies Review, Vol. 13 (1), pp. 87-103, **TD No. 362 (dicembre 1999)**.
- F. BUSETTI, *Testing for stochastic trends in series with structural breaks*, Journal of Forecasting, Vol. 21 (2), pp. 81-105, **TD No. 385 (ottobre 2000)**.
- F. LIPPI, *Revisiting the Case for a Populist Central Banker*, European Economic Review, Vol. 46 (3), pp. 601-612, **TD No. 386 (ottobre 2000)**.
- F. PANETTA, *The stability of the relation between the stock market and macroeconomic forces*, Economic Notes, Vol. 31 (3), **TD No. 393 (febbraio 2001)**.
- G. GRANDE e L. VENTURA, *Labor income and risky assets under market incompleteness: Evidence from Italian data*, Journal of Banking and Finance, Vol. 26 (2-3), pp. 597-620, **TD No. 399 (marzo 2001)**.
- A. BRANDOLINI, P. CIPOLLONE e P. SESTITO, *Earnings dispersion, low pay and household poverty in Italy, 1977-1998*, in D. Cohen, T. Piketty e G. Saint-Paul (a cura di), *The Economics of Rising Inequalities*, pp. 225-264, Oxford, Oxford University Press, **TD No. 427 (novembre 2001)**.
- L. CANNARI e G. D'ALESSIO, *La distribuzione del reddito e della ricchezza nelle regioni italiane*, Rivista Economica del Mezzogiorno (Trimestrale della SVIMEZ), Vol. XVI(4), pp. 809-847, **TD No. 482 (giugno 2003)**.

2003

- F. SCHIVARDI, *Reallocation and learning over the business cycle*, European Economic Review, Vol. 47 (1), pp. 95-111, **TD No. 345 (dicembre 1998)**.
- P. CASELLI, P. PAGANO and F. SCHIVARDI, *Uncertainty and slowdown of capital accumulation in Europe*, Applied Economics, Vol. 35 (1), pp. 79-89, **TD No. 372 (marzo 2000)**.
- P. PAGANO and G. FERRAGUTO, *Endogenous growth with intertemporally dependent preferences*, Contribution to Macroeconomics, Vol. 3 (1), pp. 1-38, **TD No. 382 (ottobre 2000)**.
- P. PAGANO e F. SCHIVARDI, *Firm size distribution and growth*, Scandinavian Journal of Economics, Vol. 105(2), pp. 255-274, **TD No. 394 (febbraio 2001)**.
- M. PERICOLI e M. SBRACIA, *A Primer on Financial Contagion*, Journal of Economic Surveys, **TD No. 407 (giugno 2001)**.
- M. SBRACIA e A. ZAGHINI, *The role of the banking system in the international transmission of shocks*, World Economy, **TD No. 409 (giugno 2001)**.
- E. GAIOTTI e A. GENERALE, *Does monetary policy have asymmetric effects A look at the investment*

decisions of Italian firms, *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, Vol. 61 (1), pp. 29-59, **TD No. 429 (dicembre 2001)**.

F. SPADAFORA, *Financial crises, moral hazard and the speciality of the international market: further evidence from the pricing of syndicated bank loans to emerging markets*, *Emerging Markets Review*, Vol. 4 (2), pp. 167-198, **TD No. 438 (marzo 2002)**.

D. FOCARELLI e F. PANETTA, *Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposits*, *American Economic Review*, Vol. 93 (4), pp. 1152-1172, **TD No. 448 (luglio 2002)**.

E. VIVIANO, *Un'analisi critica delle definizioni di disoccupazione e partecipazione in Italia*, *Politica Economica*, Vol. 19 (1), pp. 161-190, **TD No. 450 (luglio 2002)**.

FORTHCOMING

A. F. POZZOLO, *Research and development regional spillovers, and the localisation of economic activities*, *The Manchester School*, **TD No. 331 (marzo 1998)**.

L. GAMBACORTA, *Asymmetric bank lending channels and ECB monetary policy*, *Economic Modelling*, **TD No. 340 (ottobre 1998)**.

F. LIPPI, *Strategic monetary policy with non-atomistic wage-setters*, *Review of Economic Studies*, **TD No. 374 (giugno 2000)**.

P. ANGELINI e N. CETORELLI, *Bank competition and regulatory reform: The case of the Italian banking industry*, *Journal of Money, Credit and Banking*, **TD No. 380 (ottobre 2000)**.

P. CHIADES e L. GAMBACORTA, *The Bernanke and Blinder model in an open economy: The Italian case*, *German Economic Review*, **TD No. 388 (dicembre 2000)**.

L. DEDOLA e F. LIPPI, *The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the industry Data of Five OECD Countries*, *European Economic Review*, **TD No. 389 (dicembre 2000)**.

D. J. MARCHETTI e F. NUCCI, *Unobserved Factor Utilization, Technology Shocks and Business Cycles, Price Stickiness and the Contractionary Effects of Technology Shocks*, **TD No. 392 (febbraio 2001)**.

G. CORSETTI, M. PERICOLI e M. SBRACIA, *Correlation analysis of financial contagion: what one should know before running a test*, *Journal of International Money and Finance*, **TD No. 408 (June 2001)**.

L. GAMBACORTA, *The Italian banking system and monetary policy transmission: Evidence from bank level data*, in: I. Angeloni, A. Kashyap e B. Mojon (a cura di), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge, Cambridge University Press, **TD No. 430 (dicembre 2001)**.

M. EHRMANN, L. GAMBACORTA, J. MARTÍNEZ PAGÉS, P. SEVESTRE e A. WORMS, *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, in: I. Angeloni, A. Kashyap e B. Mojon (a cura di), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge, Cambridge University Press, **TD No. 432 (dicembre 2001)**.

D. FOCARELLI, *Bootstrap bias-correction procedure in estimating long-run relationships from dynamic panels, with an application to money demand in the euro area*, *Economic Modelling*, **TD No. 440 (marzo 2002)**.

A. BAFFIGI, R. GOLINELLI e G. PARIGI, *Bridge models to forecast the euro area GDP*, *International Journal of Forecasting*, **TD No. 456 (dicembre 2002)**.

F. BUSETTI e A. M. ROBERT TAYLOR, *Testing against stochastic trend and seasonality in the presence of unattended breaks and unit roots*, *Journal of Econometrics*, **TD No. 470 (febbraio 2003)**.

E. BARUCCI, C. IMPENNA e R. RENÒ, *Monetary integration, markets and regulation*, *Research in Banking and Finance*, **TD No. 475 (giugno 2003)**.

G. ARDIZZI, *Cost efficiency in the retail payment networks: first evidence from the Italian credit card system*, *Rivista di Politica Economica*, **TD No. 480 (giugno 2003)**.