

**Invecchiamento della popolazione e riforma dei sistemi  
pensionistici: implicazioni per i mercati finanziari e le  
politiche economiche  
(Sintesi)**

Rapporto predisposto su richiesta dei Sostituti del Gruppo dei Dieci  
da un gruppo di esperti presieduto da Ignazio Visco,  
Direttore Centrale per le Attività Estere  
della Banca d'Italia

**Settembre 2005**

## SINTESI

1. Nel dicembre 2004, dando seguito a una discussione svoltasi durante la riunione dei Ministri e dei Governatori del Gruppo dei Dieci che si era tenuta nel precedente mese di ottobre, i Sostituti del G10 hanno conferito a un gruppo di esperti il mandato di studiare, in un contesto caratterizzato dall'invecchiamento della popolazione, le implicazioni per i mercati finanziari e le politiche economiche dei mutamenti nei sistemi pensionistici; i risultati dello studio sarebbero quindi stati alla base della discussione dei Ministri e dei Governatori in occasione della loro riunione nel 2005<sup>1</sup>. Le principali conclusioni e raccomandazioni contenute nel rapporto redatto dal gruppo di esperti sono le seguenti:

- i mutamenti in atto negli schemi pensionistici pubblici e privati possono significativamente accrescere l'influenza esercitata sui mercati finanziari dal risparmio accumulato a fini pensionistici e dai relativi flussi di capitali;
- i governi potrebbero contribuire ad agevolare lo sviluppo e l'espansione dei mercati di strumenti finanziari ancora non abbastanza diffusi, utili tanto per l'investimento dei risparmi accumulati quanto per l'erogazione di trattamenti pensionistici;
- l'attività di supervisione e di regolamentazione dovrebbe mirare a influenzare e sostenere la tendenza verso una gestione del rischio più rigorosa, una maggiore trasparenza e una migliore amministrazione dei fondi pensione privati, cercando anche di rendere più coerenti tra loro i requisiti prudenziali e di finanziamento e i criteri contabili;
- le norme fiscali non dovrebbero ostacolare l'accumulazione di riserve finanziarie da parte dei fondi pensione privati, ma dovrebbero essere tali da evitare che si abusino delle possibilità di differimento di imposte;
- data la tendenza crescente al trasferimento del rischio sulle singole famiglie, la protezione dei beneficiari di trattamenti pensionistici diviene una questione di rilievo e potrebbe essere necessario accrescere le conoscenze finanziarie e rafforzare l'offerta di consulenza.

2. Poiché i tassi di fertilità e di mortalità variano con gradualità, è noto da tempo che le economie avanzate registrano una crescita senza precedenti del rapporto tra popolazione anziana e popolazione in età lavorativa, dovuta alla diminuzione della fertilità, all'allungamento della vita media e, in misura minore, all'avvicinarsi dell'età pensionabile per la generazione del *baby boom* nata dopo la seconda guerra mondiale. Inoltre, le proiezioni della speranza di vita hanno teso in passato a sottostimare la tendenza effettiva all'aumento della longevità, evidenziando il rischio che le popolazioni possano invecchiare anche più rapidamente di quanto attualmente previsto. Queste tendenze demografiche possono avere importanti effetti macroeconomici. Un rapporto del G10 pubblicato nel 1998 ne ha analizzato le implicazioni per la sostenibilità del debito pubblico, per la crescita economica e il tenore di vita, per i mercati finanziari e i flussi internazionali di capitali. Ha altresì rilevato che l'invecchiamento della popolazione potrebbe dar luogo a un trasferimento del rischio tra diversi settori dell'economia.

3. Da allora, e in linea con le principali raccomandazioni di quel rapporto, i responsabili della politica economica nella maggior parte dei paesi del G10 (e in altri paesi che si trovano in condizioni analoghe) hanno preso provvedimenti volti ad affrontare il problema dell'invecchiamento della popolazione, con riforme del mercato del lavoro (per elevare il tasso di occupazione) e con misure di riequilibrio dei bilanci pubblici (per contribuire a innalzare il tasso di risparmio nazionale e creare spazio per la spesa pubblica per pensioni prevista per il futuro). Al fine di attenuare l'impatto diretto dell'invecchiamento della popolazione

---

<sup>1</sup> Rappresentanti di Paesi Bassi, Regno Unito, Svizzera, BCE, FMI, OCSE e Segretariato G10 hanno partecipato ai lavori, che si sono svolti sotto la presidenza di Ignazio Visco, Sostituto nel Gruppo dei Dieci per la Banca d'Italia. Inoltre corrispondenti per ciascun paese membro del G10 hanno fornito informazioni e commenti, pur restando gli autori responsabili per le opinioni espresse nel rapporto. L'appendice riporta l'elenco dei partecipanti al gruppo di lavoro e dei corrispondenti nazionali.

sui bilanci, connesso con l'operare dei sistemi pensionistici pubblici, le soluzioni individuate sono consistite nell'aumento dei contributi, nella riduzione del rapporto tra pensione e retribuzione e nell'innalzamento dell'età di pensionamento. In molti paesi del G10, l'opzione di affrontare il problema unicamente aumentando le aliquote fiscali o contributive trova un limite nel loro già elevato livello e nel timore di effetti negativi sul costo e sull'offerta di manodopera. In diversi paesi, tuttavia, una soluzione complessiva per salvaguardare la sostenibilità dei conti pubblici deve ancora essere definita e il conseguimento del necessario consenso tra le diverse generazioni e i partiti politici resta ancora una sfida di grande portata per i governi.

4. Negli ultimi anni si sono registrati mutamenti sostanziali anche nell'ambito di numerosi schemi pensionistici privati. Nella maggior parte dei paesi del G10, in alcuni casi come risultato dell'introduzione di programmi pubblici obbligatori di risparmio a fini pensionistici, in altri in conseguenza di una riduzione della generosità della spesa sociale, si è assistito a un rapido sviluppo dei piani di pensione privati. Inizialmente, questi consistevano soprattutto in schemi a prestazione definita, ma l'emergere, in diversi paesi, di saldi finanziari negativi e l'introduzione di alcuni cambiamenti istituzionali hanno determinato un aumento dell'incidenza degli schemi a contribuzione definita. Nel complesso, queste e altre riforme economiche hanno comportato un trasferimento del rischio dal settore pubblico e da quello delle imprese ai singoli individui.

5. Mentre maggiori risorse vengono incanalate verso i mercati dei capitali per provvedere alle necessità del pensionamento, l'effetto sul risparmio nazionale complessivo risulta essere meno netto; è infatti probabile che almeno una parte dell'aumento del risparmio accumulato a fini pensionistici sostituisca altre forme di risparmio. Esiste realisticamente un limite alla quota di prodotto nazionale che potrà affluire ai pensionati in corrispondenza dell'aumento del rapporto tra popolazione anziana e popolazione in età lavorativa. La possibilità che i redditi da pensione continuino ad essere in grado di soddisfare le aspirazioni della popolazione dipende dal tasso di sviluppo economico a lungo termine e, con esso, dal volume del risparmio complessivo e dall'efficienza con cui esso è investito. Almeno in alcuni paesi del G10 potrebbero, perciò, essere necessarie politiche volte ad accrescere il risparmio nazionale se si desidera evitare un drammatico calo, nei prossimi decenni, del rapporto tra pensione e retribuzione.

6. Buona parte dei flussi addizionali sui mercati dei capitali motivati dall'offerta di risparmio a fini pensionistici sarà intermediata dai fondi pensione, che nelle economie del G10 sono ormai divenuti la principale categoria di investitori istituzionali, sebbene la loro importanza vari in misura considerevole da un paese all'altro. Questi fondi sono, quindi, l'oggetto principale del rapporto, anche se in alcuni paesi altri tipi di investitori istituzionali, quali le compagnie di assicurazione, svolgono attualmente un ruolo importante con riferimento al risparmio a fini pensionistici. L'esperienza fin qui maturata suggerisce che vi è spazio per rafforzare la trasparenza e migliorare la *governance* dei fondi pensione: supervisione e regolamentazione possono contribuire a incoraggiare iniziative in tale direzione. Alla luce del loro crescente rilievo, diverrà sempre più importante garantire che la regolamentazione, la contabilità e l'amministrazione dei fondi pensione siano adeguate, così da salvaguardare sia la disponibilità di congrui redditi da pensione sia la stabilità finanziaria ed evitare, altresì, che si generino oneri rilevanti per i conti pubblici in conseguenza di pressioni per il salvataggio di fondi pensione insolventi.

7. Data la considerevole e crescente entità dei portafogli dei fondi pensione, mutamenti nell'allocazione delle attività in risposta all'evoluzione delle loro strategie d'investimento o a modifiche regolamentari e contabili potrebbero anche influire sul livello e sulla volatilità dei prezzi delle attività. Ad esempio, per meglio bilanciare attività e passività, i fondi pensione potrebbero decidere di spostare i loro investimenti dalle azioni alle obbligazioni a lunga scadenza, potenzialmente deprimendo il corso delle azioni e appiattendolo la curva dei rendimenti per un certo periodo. Una rapida riallocazione sembra, tuttavia, improbabile e l'entità dell'impatto di un tale spostamento è molto incerta. D'altro canto, i fondi a prestazione definita con saldi finanziari negativi possono spingersi a investire in attività più rischiose al fine di migliorare la loro redditività e ripristinare integralmente la capacità di finanziamento degli impegni futuri, in particolare in presenza di rendimenti relativamente bassi dei titoli obbligazionari a più lungo termine quali quelli oggi prevalenti in molti paesi. Anche i fondi a contribuzione definita possono dar luogo a un'eccessiva assunzione di rischio da parte dei lavoratori dipendenti (molti dei quali possono avere una conoscenza limitata dei prodotti finanziari e delle relative implicazioni per i loro redditi da pensione), come l'investimento nel capitale azionario dell'impresa promotrice del piano. L'esperienza finora acquisita indica,

tuttavia, che è più probabile che si verifichi il caso opposto, che i lavoratori tendano, cioè, a investire in modo eccessivamente cauto, cosicché non sia possibile assicurare rendimenti a lungo termine soddisfacenti. Infine, al previsto rapido e presumibilmente continuo sviluppo di schemi di pensionamento a capitalizzazione può corrispondere l'esigenza di tenere sotto attenta osservazione i rischi di comportamenti da "gregge" o di un ricorso a investimenti con profili di rischio di difficile comprensione, al fine di evitare indebite minacce alla stabilità finanziaria e alla stabilità complessiva degli stessi fondi pensione. Questi rischi potrebbero essere ampliati da variazioni nei criteri contabili internazionali, con un possibile aumento della volatilità dei requisiti di finanziamento ed effetti prociclici negli scambi di attività finanziarie.

8. Mutamenti nella struttura per età della popolazione possono alla lunga influire sulla gestione della politica monetaria nel tempo, ma l'invecchiamento demografico in sé non sembra richiedere interventi specifici o variazioni nel quadro complessivo di politica monetaria. L'invecchiamento inciderà probabilmente sui tassi di crescita potenziale, con implicazioni per la definizione delle politiche, e può influenzare la trasmissione della politica monetaria attraverso cambiamenti nell'importanza relativa della ricchezza e del credito bancario. L'invecchiamento può altresì esercitare pressioni sui prezzi delle attività, sebbene resti una questione aperta come le banche centrali debbano rispondere a tali sollecitazioni. In molti casi, potrebbe essere preferibile reagire con politiche prudenziali anziché con misure di politica monetaria, soprattutto nel caso in cui i risparmi delle famiglie fossero concentrati in strumenti relativamente illiquidi e con ampio ricorso a capitale di prestito, come avviene talvolta per i beni immobili, anche se questi ultimi trovano certamente un posto nel risparmio a fini pensionistici e nella generazione dei redditi da pensione. Le banche centrali devono altresì tener conto del potenziale di instabilità finanziaria associato alla possibilità di un improvviso e massiccio smobilizzo di attività da parte delle coorti più anziane, anche se gli studi disponibili sembrano assegnare bassa probabilità a tale evento.

9. Un'altra questione di rilievo collegata alle strategie di investimento a fini pensionistici è se un'adeguata serie di strumenti finanziari sia o sarà disponibile. Attualmente, l'offerta di obbligazioni a scadenza molto lunga e con indicizzazione sembra essere insufficiente in rapporto alla domanda attesa o percepita, limitando la capacità dei fondi pensione e delle società di assicurazione di coprire le passività a lungo termine. Inoltre, i fondi pensione potrebbero ricercare una copertura del rischio di longevità acquistando specifici strumenti che solo da poco si stanno rendendo disponibili. Oltre a ciò, strumenti di liquidazione quali rendite annue e prodotti flessibili relativi alla proprietà immobiliare sono utili per la distribuzione di redditi da pensione, ma in diversi paesi del G10 i mercati di questi prodotti sono poco spessi, se non addirittura inesistenti. Tra i vincoli all'emissione di strumenti adeguati vi sono: la complessità e la diversità dei sistemi tributari; i vantaggi radicati di prodotti finanziari più tradizionali; la difficoltà nella misurazione e nella determinazione del prezzo del rischio di longevità estrema; l'ampiezza e lo spessore relativamente limitati dei mercati dei prestiti con garanzie ipotecarie in alcuni paesi del G10; infine, le scarse competenze finanziarie della famiglia media.

10. In mancanza di un'iniziativa politica adeguata, il mutamento dei sistemi pensionistici nel contesto di un rapido invecchiamento della popolazione pone un certo numero di rischi per la stabilità finanziaria e la sostenibilità dei bilanci pubblici. Le principali conclusioni di politica economica del rapporto riguardano: a) supervisione e regolamentazione; b) offerta di strumenti finanziari adeguati; c) protezione dei beneficiari di trattamenti pensionistici e formazione finanziaria. Le tre aree sono interrelate; richiedono di essere affrontate con un'impostazione globale. Ciascuna area implica compromessi, ad esempio tra libera scelta degli investimenti ed efficaci criteri prudenziali, oppure tra massimizzazione dei rendimenti e garanzia di redditi da pensione sicuri. Conciliare in modo appropriato obiettivi come questi, fra loro in contrasto, costituisce in larga misura una questione di preferenza sociale e non ci si deve attendere che tutti i paesi operino le stesse scelte.

11. Gli interventi che potrebbero essere considerati nell'area della supervisione e della regolamentazione dei fondi pensione includono: l'eliminazione di disposizioni regolamentari che ostacolano lo sviluppo di quegli strumenti che agevolano la gestione del rischio da parte dei fornitori di schemi di risparmio a fini pensionistici; la ricerca di una maggiore coerenza tra i criteri utilizzati a scopi contabili, di finanziamento e di deducibilità fiscale; l'istituzione dell'obbligo di aggiornamento a scadenza regolare delle

ipotesi relative alla longevità; la determinazione, per le imprese promotrici di piani operanti per il tramite di fondi pensione, di incentivi alla costituzione di riserve finanziarie prudenti ed equilibrate, volte a contrastare l'effetto di possibili shock sfavorevoli su attività o passività (e con l'introduzione, al tempo stesso, di limiti alla possibilità di accantonamenti eccessivi nonché all'accumulazione di eccedenze finalizzate a sfruttare possibili differimenti di imposte); il rafforzamento degli elementi prudenziali nella supervisione dei fondi pensione, quali il ricorso ad analisi di sensibilità e a prove di stress; la richiesta di tenere legalmente distinti i piani e le imprese che li promuovono; l'allentamento delle restrizioni sugli investimenti all'estero di attività dei fondi pensione.

12. L'offerta di idonei strumenti finanziari potrebbe in alcuni casi essere facilitata da iniziative degli emittenti pubblici. Per aiutare i fondi pensione a conseguire un miglior bilanciamento tra attività e passività, i governi potrebbero prendere in considerazione l'emissione di quantità sufficientemente ampie di obbligazioni a scadenza molto lunga nonché di titoli indicizzati. Ciò potrebbe, tuttavia, comportare l'assunzione di maggiori rischi e forse anche di costi di servizio del debito più elevati da parte delle amministrazioni pubbliche, che dovrebbero confrontare tali incrementi di costo con i benefici di un aumento dell'efficienza del mercato e di una riduzione delle sopravvenienze passive di bilancio connesse con il mancato bilanciamento di attività e passività da parte dei fondi pensione. Approfondimenti sono altresì necessari per definire con maggiore precisione un quadro di riferimento nel cui ambito i governi possano valutare queste diverse considerazioni. Inoltre, per permettere una migliore copertura dei rischi – in particolare, i rischi “di coda” connessi con una longevità estrema – i governi potrebbero considerare una varietà di metodi (come, ad esempio, l'emissione di obbligazioni indicizzate alla longevità) per agevolarne la gestione. Nondimeno, è probabile che permarranno rischi di longevità in larga misura non diversificabili e perciò con scarse probabilità di essere assicurati per il tramite del mercato: saranno i governi a dover decidere se, come e in quali circostanze potranno assumersi tali rischi. Dato che nei paesi del G10 già è presente una notevole esposizione pubblica ai rischi di longevità, sarebbero utili analisi aggiuntive di come tale esposizione si collochi rispetto al livello ottimale.

13. Potrebbe anche essere necessario dedicare maggiore attenzione alla protezione dei beneficiari dei trattamenti pensionistici e alla formazione finanziaria, ora che il rischio collegato alle pensioni continua a spostarsi dal settore pubblico e dai datori di lavoro ai singoli lavoratori dipendenti e alle famiglie. Per quanto concerne la protezione dei percettori di pensioni, in alcuni paesi sono stati introdotti fondi di garanzia per contribuire ad assicurarsi contro il rischio di insolvenza dei piani di pensionamento. L'esperienza al riguardo e i connessi problemi di *moral hazard* e di selezione avversa sottolineano l'esigenza di porre particolare attenzione nel predisporre tali fondi di garanzia, con limitazioni al tipo e all'ammontare dei benefici assicurati e all'utilizzo di premi basati sul rischio. Tali fondi necessitano altresì di sufficiente autonomia e di poteri e risorse tali da evitare interferenze politiche e di mercato; si suggerisce inoltre, in taluni casi, di riservare loro un trattamento speciale nelle procedure fallimentari. Sebbene fondi di garanzia ampi e ben strutturati possano integrare adeguate regole di finanziamento, queste ultime restano nondimeno cruciali. Quanto alla formazione finanziaria, le esternalità positive associate a una maggiore competenza in materia finanziaria possono contribuire a migliorare l'efficienza dei mercati finanziari, evitare frodi e accrescere la propensione al risparmio delle famiglie. Ne consegue che i governi dovrebbero prendere in considerazione i vantaggi connessi con un sostegno ai programmi di formazione finanziaria.

14. Le riforme dei sistemi pensionistici non costituiscono la sola reazione all'invecchiamento della popolazione con effetti significativi sui mercati finanziari e sulle politiche economiche. In particolare, per molti paesi del G10, l'aumento implicito degli impegni di bilancio associato all'incremento dei costi sanitari può perfino superare quello delle pensioni; le azioni intraprese per fronteggiare questa minaccia alla sostenibilità dei bilanci pubblici sono generalmente rimaste indietro rispetto a quelle riguardanti le pensioni. Le implicazioni per i mercati finanziari e le politiche di riforma in questo campo vanno oltre lo scopo del presente rapporto; esse saranno, però, con tutta probabilità sostanziali ed è anche possibile che vi siano, in alcuni casi, complementarità tra le implicazioni pensionistiche e quelle relative ai sistemi sanitari.