

ECONOMIA ITALIANA

Fondata da Mario Arcelli

Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano 2022/3



CASMEF Centro Arcelli
per gli Studi Monetari e Finanziari

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore
CESPEM
Centro Studi di Politica economica
e monetaria "Mario Arcelli"

Economia Italiana

Fondata da Mario Arcelli

COMITATO SCIENTIFICO

(Editorial board)

CO-EDITORS

GIUSEPPE DE ARCANGELIS - Sapienza, Università di Roma

ALBERTO PETRUCCI - LUISS Guido Carli

PAOLA PROFETA - Università Bocconi

MEMBRI DEL COMITATO *(Associate Editors)*

CARLOTTA BERTI CERONI

Università di Bologna

LORENZO CODOGNO

London School of Economics and Political Science

GIUSEPPE DI TARANTO,

LUISS Guido Carli

STEFANO FANTACONE

Centro Europa Ricerche

EMMA GALLI

Sapienza, Università di Roma

PAOLO GIORDANI

LUISS Guido Carli

GIORGIA GIOVANNETTI

Università di Firenze

ENRICO GIOVANNINI

Università di Roma "Tor Vergata"

ANDREA MONTANINO

Cassa Depositi e Prestiti

SALVATORE NISTICÒ

Sapienza, Università di Roma

FRANCESCO NUCCI

Sapienza, Università di Roma

ANTONIO ORTOLANI

AIDC

ALESSANDRO PANDIMIGLIO

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

BENIAMINO QUINTIERI

Università di Roma "Tor Vergata"

PIETRO REICHLIN

LUISS Guido Carli

FABIANO SCHIVARDI

LUISS Guido Carli

MARCO SPALLONE

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

FRANCESCO TIMPANO

Università Cattolica del Sacro Cuore

MARIO TIRELLI

Università Roma Tre

GIOVANNA VALLANTI

LUISS Guido Carli

DIRETTORE RESPONSABILE *(Editor in Chief)*: GIOVANNI PARRILLO

ADVISORY BOARD

PRESIDENTE *(President)*

PAOLO GUERRIERI - Sapienza, Università di Roma e PSIA, SciencesPo

CONSIGLIO *(Members)*

FEDERICO ARCELLI, Center for International Governance Innovation

RICCARDO BARBIERI, Tesoro

CARLO COTTARELLI, Università Cattolica del Sacro Cuore

SERGIO DE NARDIS, Sep-LUISS

GIORGIO DI GIORGIO, Editrice Minerva Bancaria

ANDREA FERRARI, AIDC

RICCARDO GABRIELLI, Deloitte

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

VLADIMIRO GIACCHÈ, Banca del Fucino

MAURO MICILLO, Intesa Sanpaolo

STEFANO MICOSI, Assonime

ROBERTO MONDUCCI, ISTAT

MARCO VALERIO MORELLI, Mercer

ROBERTA PALAZZETTI, British American Tobacco Italia

ALESSANDRO TERZULLI, SACE

CLAUDIO TORCELLAN, Oliver Wyman

ALBERTO TOSTI, Sara Assicurazioni

MARCO VULPIANI, Deloitte

Economia italiana

Fondata da Mario Arcelli



numero 3/2022

Pubblicazione quadrimestrale

Roma

ECONOMIA ITALIANA

Rivista quadrimestrale fondata nel 1979 da Mario Arcelli

DIRETTORE RESPONSABILE

Giovanni Parrillo, Editrice Minerva Bancaria

COMITATO DI REDAZIONE

Simona D'Amico (*coordinamento editoriale*)

Francesco Baldi

Nicola Borri

Stefano Marzioni

Rita Mascolo

Guido Traficante

Ugo Zannini

(*Pubblicità inferiore al 70%*)

Autorizzazione Tribunale di Roma n. 43/1991

ISSN: 0392-775X

Gli articoli firmati o siglati rispecchiano soltanto il pensiero dell'Autore e non impegnano la Direzione della Rivista.

I *saggi* della parte monografica sono a invito o pervengono a seguito di call for papers e sono valutati dall'editor del numero.

I *contributi* vengono valutati anonimamente da due referee individuati dagli editor o dalla direzione e redazione con il supporto dei membri del Comitato Scientifico.

Le *rubriche* sono sottoposte al vaglio della direzione/redazione.

www.economiaitaliana.org

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@economiaitaliana.org

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso Pts Accounting Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su:



Sommario

Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano

EDITORIALE

- 5 La demografia in Italia e le scelte che contano
Giorgio Di Giorgio, Maria Rita Testa

SAGGI

- 15 Italy's population prospects: future scenarios for the 21st century
Claudia Reiter, Anne Goujon, Maria Rita Testa
- 59 Ageing and the sustainability of public finance
Lilia Cavallari, Flavio Padrini, Nicola Carmine Salerno,
Lorenzo Toffoli
- 115 Gli effetti regressivi inattesi del sistema pensionistico italiano nel
prossimo futuro
Sergio Ginebri, Carlo Lallo
- 163 Il *gender gap* pensionistico: evidenze e prospettive dalla
previdenza complementare
Elisa Bocchialini, Beatrice Ronchini
- 199 Scenari demografici, risparmio e sistema finanziario italiano
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito

INTERVENTI

- 255 Le questioni di politica economica sempre rinviate
Stefano Micossi

RUBRICHE

- 263 Il sistema pensionistico italiano appare non sostenibile nella
società silver di domani
Marco Valerio Morelli

Scenari demografici, risparmio e sistema finanziario italiano

Domenico Curcio*

Giorgio Di Giorgio**

Giuseppe Zito***

Sintesi

Il lavoro analizza le implicazioni delle tendenze demografiche in atto in Italia, in primo luogo nella prospettiva del sistema finanziario, proponendo riflessioni in merito alle scelte di allocazione del risparmio. La riduzione e l'invecchiamento della popolazione pongono sfide non solo agli operatori finanziari, ma anche ai responsabili delle politiche in ambito economico, assistenziale e previdenziale. Adeguati incentivi dovrebbero essere forniti sia all'offerta che alla domanda di prodotti e servizi finanziari. Gli intermediari finanziari dovrebbero adottare strategie che tengano conto delle differenze intergenerazionali e sappiano interpretare, nell'ottica della gestione del risparmio, le conseguenze dell'evoluzione della struttura per età della popolazione. Riconoscendo l'opportunità, almeno per una quota della popolazione, di au-

* Università degli Studi di Napoli "Federico II", CASMEF - Luiss Guido Carli

** Dipartimento di Economia e Finanza Luiss - Guido Carli e CASMEF gdg@luiss.it

*** Banca d'Italia e CASMEF - Luiss Guido Carli.

Le opinioni espresse sono responsabilità esclusiva dell'autore e non riflettono la posizione ufficiale dell'Istituzione di appartenenza

mentare il saggio di risparmio degli italiani, l'articolo discute i contenuti di base di una proposta di *policy*, denominata “fondo di *cash forward*”, in grado di allineare gli incentivi pubblici e privati in campo previdenziale.

Abstract - Demographic trends, savings and the Italian financial system

This paper examines the implications of Italian current demographic trends, firstly from the perspective of the financial system, in terms of asset allocation. A shrinking and aging population poses challenges not only to financial players, but also to policy makers, as far as the economy, welfare and social security are concerned. Appropriate incentives should be provided to both the supply of and demand for financial products and services. From an asset management perspective, financial firms should adopt strategies accounting for differences among generations and able to interpret the consequences of the changes in the population age structure. Acknowledging the desirability, at least for a share of the population, of increasing Italians' saving rate, the paper discusses the basic contents of a policy proposal, named “cash forward fund,” able to align public and private incentives in the field of retirement saving.

JEL Classification: J1; O16; G21; G22; H55.

Parole chiave: *Trend demografici; Risparmio; Banche; Assicurazioni; Fondi pensione; Politiche assistenziali e previdenziali.*

Keywords: *Demographic trends; Saving; Banks; Insurers; Pension funds; Social security and welfare policies.*

1. Introduzione

Le proiezioni demografiche italiane per i prossimi decenni hanno effetti significativi su diverse discipline tra cui: l'economia, il diritto e la previdenza sociale, la sociologia e la scienza medica.

Scopo di questo lavoro è quello di analizzare le implicazioni e le sfide che i trend demografici pongono al paese con particolare riguardo al sistema finanziario, alle scelte di allocazione del risparmio da parte dei consumatori, ai prodotti e ai servizi offerti dagli intermediari. Il lavoro adotta un approccio prevalentemente descrittivo, propedeutico a successivi approfondimenti settoriali e tematici. Muove dalla considerazione che, così come in altri paesi avanzati, il trend demografico non è favorevole e appare caratterizzato da una riduzione della popolazione e da un progressivo invecchiamento della stessa. Cresce anche il numero di famiglie costituite da persone singole. Questi fenomeni implicano sfide formidabili relativamente alle decisioni politiche ed individuali da prendere in campo economico, assistenziale e previdenziale. Saranno necessari stimoli adeguati sia all'offerta che alla domanda di prodotti e servizi finanziari mirati.

L'organizzazione del lavoro è la seguente. Nel secondo paragrafo, partendo dai principali trend demografici che riguardano il nostro paese, si utilizza la teoria del ciclo di vita di Modigliani per collegare demografia e risparmio; inoltre, si discutono le possibili diverse implicazioni indotte dai rilevanti mutamenti economici e sociali che hanno interessato i decenni trascorsi dalla sua originaria formulazione e si analizza come il fenomeno dell'inclusione finanziaria sia potenzialmente impattato dall'evoluzione demografica attesa nel nostro paese.

Il paragrafo successivo è dedicato a rappresentare l'evoluzione della ric-

chezza finanziaria in Italia, analizzando – anche in una prospettiva storica - il ruolo svolto dal sistema bancario, da quello assicurativo e dal settore dei fondi pensione nel trasferimento del risparmio nel tempo, attraverso la descrizione dei principali dati relativi alla struttura e all’attività dei tre comparti. Su queste basi, il quarto paragrafo fornisce alcune riflessioni sulla relazione esistente (e su quella prevedibile nel prossimo futuro) tra demografia, risparmio e mercati finanziari.

Nelle conclusioni gli autori riflettono sulla ricerca di una strategia olistica che dovrebbe coinvolgere differenti *stakeholder* (cittadini, Stato, sistema finanziario) in modo da creare le basi per gestire al meglio le implicazioni sociali ed economiche di una popolazione decrescente e che invecchia progressivamente. A tal proposito, partendo dalla considerazione che sarebbe auspicabile - almeno per una quota della popolazione - aumentare il saggio di risparmio, vengono presentati i contenuti di base di una proposta di policy in grado di allineare gli incentivi pubblici e privati in campo previdenziale, denominata “fondo di cash forward”.

2. Scenari demografici, teoria del ciclo di vita e inclusione finanziaria

2.1 Lo scenario demografico italiano e le sue implicazioni

Le tendenze demografiche nelle economie avanzate mostrano alcune caratteristiche comuni tra le quali si segnalano il progressivo invecchiamento della popolazione, favorito anche dall'innalzamento delle aspettative di vita, la riduzione del tasso di natalità e la presenza di rilevanti flussi migratori. Queste dinamiche di fondo, difficili da invertire nel breve periodo, riguardano molti dei paesi europei tra cui anche l'Italia, come ampiamente illustrato nel primo saggio di questo volume¹.

Il più recente rapporto dell'ISTAT, presentato nel settembre 2022, mostra un quadro piuttosto allarmante con riferimento al nostro paese; tre dati servono a rappresentare la portata del fenomeno: 1) la quota di individui over 65 anni nel 2050 sarà pari al 34,9% della popolazione (23,5% nel 2021); 2) il 2049 sarà l'anno in cui i decessi doppiaranno le nascite; 3) oltre 10,2 mln di persone sono destinate a vivere sole nel 2041 (8,5 mln nel 2021).²

I dati demografici di un paese sono, a differenza di altre variabili, facilmente prevedibili nel breve termine, mentre diventano soggetti a rilevanti errori se si adotta un orizzonte più lungo. Infatti, mentre alcuni fattori che influenzano l'evoluzione della popolazione sono noti o stimati con un basso margine di errore (si pensi al tasso di fecondità o alle tabelle di mortalità), ci sono altre determinanti, quali ad esempio l'immigrazione, che non sono altrettanto semplici da quantificare. Inoltre, l'evoluzione della popolazione di un paese

1 Cfr. Reiter, Goujon e Testa (2022).

2 Cfr. ISTAT (2022).

dipende anche da shock esogeni (ad esempio, pandemie, guerre, baby-boom imputabile ad una specifica politica pubblica), oltre che da elementi inerziali. Pertanto, le previsioni di lungo termine contengono margini di errore crescenti con l'orizzonte temporale di stima.³

Lo studio dell'ISTAT mostra che nel lungo termine le conseguenze delle dinamiche demografiche previste sulla popolazione italiana sono importanti: nello scenario mediano la popolazione totale ammonterebbe a 47,7 milioni nel 2070, conseguendo una riduzione complessiva di 11,5 milioni di residenti rispetto a oggi, nonostante un contributo significativo dato dai flussi migratori in entrata.⁴ Lo scenario mediano elaborato dell'Istituto di Statistica mostra che il saldo netto tra nuovi nati e decessi (la cosiddetta dinamica naturale della popolazione) continuerà ad essere negativo anche nel lungo periodo, mentre la dinamica migratoria, pur non trascurabile, non potrà completamente bilanciare quella naturale.

L'età media della popolazione italiana, attualmente pari a 45,9 anni, dovrebbe superare i 50 anni entro il 2050. Anche in caso di scenari più favorevoli rispetto a quello mediano, che incorporano l'effetto di nuovi stimoli alle nascite con sostegni mirati alle famiglie giovani, l'impatto sul welfare sarà importante, dovendo comunque fronteggiare i fabbisogni di una quota crescente di anziani: il rapporto intergenerazionale tra ultrasessantacinquenni e ragazzi fino a 14 anni crescerebbe a circa 3 a 1, rendendo ancor più evidente

3 Oltre che l'ISTAT, anche altri centri di ricerca internazionali hanno di recente effettuato previsioni di medio lungo periodo sugli scenari demografici italiani: tutti questi studi, pur caratterizzati da approcci e scelte metodologiche in parte differenti, concordano nel prevedere un progressivo calo della popolazione italiana nei prossimi 50-70 anni, anche tenendo conto di un contributo notevole dato dai flussi migratori netti.

4 Tali previsioni hanno un livello di incertezza crescente via via che ci si allontana dall'anno base. Nel 2050 la popolazione italiana dovrebbe, con un intervallo di confidenza al 90%, oscillare tra 51,1 e 57,5 milioni. Nel 2070, sempre con lo stesso intervallo di confidenza, la banda di oscillazione cresce significativamente, tra 41,2 e 55,1 milioni. Pertanto, considerando il caso più favorevole, la popolazione potrebbe subire una perdita di 4,2 milioni tra il 2021 e il 2070, mentre, nel caso meno favorevole, si potrebbe arrivare ad una riduzione di oltre 18 milioni di abitanti.

la necessità di rivedere profondamente l'attuale sistema delle politiche sociali e previdenziali.

Il rapporto dell'ISTAT fornisce anche molte interessanti proiezioni su alcuni fattori chiave che influenzano la composizione della popolazione, e che a loro volta hanno un impatto significativo sull'allocazione della ricchezza nel medio periodo, come, ad esempio, il numero di persone sole in età avanzata o il numero di coppie senza figli. Considerando i livelli di fecondità registrati negli ultimi anni e adottando le ipotesi alla base dello scenario mediano, si prevede una decisa diminuzione delle coppie con figli che oggi rappresentano circa un terzo delle "famiglie"⁵ totali (32,5%) e che già nel 2041 potrebbero rappresentarne meno di un quarto (24,1%).

L'aumento del numero di persone sole in età avanzata richiede una revisione delle politiche di assistenza: le famiglie monocomponente necessitano di ammortizzatori pubblici più sostanziosi e di sistemi previdenziali, pubblici e privati, strutturati in modo adeguato. Se già nel 2021 la quota di persone sole di oltre 65 anni di età rappresenta il 50% della popolazione che vive da sola, nel 2041 raggiungerebbe il 60%.

Infine, una importante, ulteriore conseguenza degli scenari demografici sopra descritti è rappresentata dai cambiamenti nella distribuzione territoriale di una popolazione decrescente negli anni. Secondo le stime ISTAT, nei prossimi 10 anni, 8 comuni su 10 andranno incontro ad un calo demografico, amplificato in alcuni territori, oltre che dalla dinamica naturale della popolazione anche da sfavorevoli flussi migratori. Ad esempio, il calo della popolazione nelle aree rurali e nelle aree interne del Mezzogiorno riguarderà la quasi totalità (oltre il 94%) dei comuni nel prossimo decennio.

5 In questo caso la definizione di famiglia è la seguente: insieme di persone legate da vincoli di matrimonio, parentela, affinità, adozione, tutela, affettivi, coabitanti e aventi dimora abituale nello stesso Comune. Può essere costituita anche da una sola persona.

In tale contesto, caratterizzato da una dinamica naturale negativa della popolazione, la cui tendenza di fondo non appare invertibile in nessuno degli scenari ipotizzati, i flussi migratori ricoprono un ruolo fondamentale per evitare un drastico calo della popolazione residente.

Tuttavia, in assenza di interventi strutturali e di un sistema di incentivi opportunamente disegnato, le disparità geografiche e territoriali (tra Nord e Sud o tra centri urbani e centri rurali) sono destinate ad amplificarsi, con ripercussioni che devono essere affrontate da un punto di vista sociale, assistenziale ed economico.

Si pensi, ad esempio, alla difficoltà e al costo di assicurare forme minime di assistenza sanitaria e sociale nelle aree interne e già meno urbanizzate del paese, alla difficoltà di assicurare e mantenere collegamenti stradali o anche attraverso strada ferrata in aree a scarsissima urbanizzazione. In generale, la prestazione di alcuni livelli minimi di servizio o delle forme assistenziali strettamente necessarie e di prossimità, ad oggi prevalentemente affidati a soggetti privati, non potrà più essere basata su logiche di carattere economico; l'intervento pubblico diventerà necessario in molti settori, a meno che i progressi sul fronte dello smart working, della medicina a distanza, dell'uso dei robot nell'assistenza anche a domicilio si rivelino così potenti da consentire di ripopolare i comuni e i borghi oggi in grave difficoltà.

La stessa inclusione finanziaria, ovvero l'accesso con costi ragionevoli a strumenti finanziari di base, che rappresenta uno degli obiettivi di medio termine di tutti i paesi del G20, appare a rischio, se non verranno adottate politiche economiche, industriali e sociali adeguate e sfruttata adeguatamente tutta la tecnologia disponibile.

2.2 Teoria del ciclo di vita e risparmio: alcune considerazioni alla luce dello scenario demografico italiano

In letteratura economica il principale riferimento teorico che collega demografia e risparmio è rappresentato dalla teoria del ciclo vitale, elaborata da Franco Modigliani (e dal suo allievo Richard Brumberg) negli anni '50. Tale teoria sostiene che il livello dei risparmi dipende dall'età dei consumatori, e quindi, in ottica aggregata, dalla struttura demografica della società, piuttosto che dal livello del reddito in senso stretto, come invece previsto nella teoria keynesiana standard.

Le scelte di consumo delle persone vengono prese considerando le diverse fasi di vita: gioventù, periodo lavorativo e quiescenza. Secondo l'approccio di Modigliani, un individuo razionale massimizza il suo benessere complessivo cercando di ottenere un profilo di consumo costante per tutta la vita, sotto il vincolo che, nelle diverse fasi del ciclo vitale, la capacità di produrre ricchezza cambia sensibilmente: il reddito è basso o nullo quando si è giovani, poi cresce durante la fase lavorativa, infine cala con la fase della quiescenza e della vecchiaia. La fase lavorativa, nel modello originario di Modigliani, identifica l'unica delle tre in cui si genera una differenza positiva tra reddito e consumo, in cui quindi si accumula risparmio. Nelle altre due fasi, infatti, si verifica una situazione nella quale il consumo è superiore al reddito: quando si è giovani non si guadagna e si vive grazie al supporto economico dei genitori o ci si indebita per finanziare la propria formazione; da anziani la riduzione di reddito potrebbe non consentire la copertura delle spese non discrezionali, quali, ad esempio, quelle connesse all'assistenza sanitaria: da qui la necessità di attingere ai risparmi accumulati nel periodo lavorativo.

L'impianto teorico proposto da Modigliani va confrontato con le rilevanti

modifiche che hanno caratterizzato l'evoluzione delle società avanzate negli ultimi decenni. Con riferimento agli scenari demografici italiani descritti nel paragrafo precedente, vanno valutate le conseguenze, in ambito sociale, assistenziale ed economico, dell'insufficiente tasso di natalità, dell'incremento delle aspettative di vita, del crescente numero di famiglie unipersonali, delle mutate condizioni del mercato del lavoro e dell'aumento delle spese sanitarie per la non autosufficienza.

Tutte le fasi del ciclo di vita immaginate da Modigliani sono nei fatti profondamente cambiate. L'aumento del numero di anni dedicati alla formazione e le crescenti difficoltà di inserimento stabile nel mondo del lavoro hanno traslato in avanti il passaggio dalla fase giovanile e di formazione a quella lavorativa. Al contempo, l'aumento della precarietà, la crescita delle aspettative di vita e l'insostenibilità del sistema pensionistico pubblico, hanno indotto riforme strutturali per tentare di ripristinare l'equilibrio del sistema previdenziale e hanno procrastinato l'uscita dal mondo del lavoro e l'ingresso nella fase di quiescenza. Nel 1980 l'età media di pensionamento era di poco superiore ai 50 anni, mentre oggi è vicina ai 65 ed è certo che continuerà a crescere nei prossimi anni. Infine, stili di vita più sani, il progresso medico e condizioni di lavoro in continuo miglioramento hanno consentito una crescita per alcuni versi impensabile dell'aspettativa di vita; quest'aspetto, certamente positivo, ha tuttavia delle implicazioni sulla spesa sanitaria e sulle forme di welfare.

Un diverso ciclo di vita richiede di adeguare le politiche pubbliche, prevedendo corretti incentivi che portino a scelte finanziarie e di risparmio coerenti. Secondo i dati dell'OCSE, la media del saggio di risparmio trimestrale delle famiglie italiane è stata pari a 11,8% negli ultimi 15 anni, inferiore al dato di Francia (15,2%) e Germania (18,3%), ma superiore rispetto a Spagna (8,7%) e UK (8,8%). È ragionevole pensare che tale saggio di risparmio sia insuffi-

ciente a sostenere le dinamiche demografiche descritte nel paragrafo 2.1.

La contribuzione previdenziale obbligatoria appare oggi insufficiente per assicurare un tenore di vita dignitoso. Essa, inoltre, anche se basata sul meccanismo contributivo nella quantificazione della prestazione dovuta, è di fatto sostenuta da un semplice principio di funzionamento per cassa: i contributi versati oggi pagano le pensioni erogate oggi, sulla base di un accordo tra generazioni che presenta rischi di sostenibilità in presenza di una popolazione lavorativa in calo e di una percentuale sempre più elevata di anziani.

Negli ultimi anni, l'evidenza empirica sui comportamenti di risparmio ha mostrato alcuni trend in parziale contrasto con la teoria del ciclo di vita: i) esiste infatti evidenza dell'importanza dei lasciti intergenerazionali per lo stock di ricchezza aggregata; ii) la popolazione anziana sembra continuare a risparmiare anche in tarda età una quota talvolta significativa del proprio reddito disponibile; iii) la propensione al risparmio tende a crescere al crescere del reddito.

Anche queste evidenze empiriche appaiono tuttavia collegate a una fotografia della società che è destinata a non essere più attuale. È infatti incontrovertibile che gli scenari demografici impongano un incremento del saggio di risparmio della popolazione in età lavorativa, in modo da compensare il calo di reddito che gli individui sperimenteranno negli ultimi anni della loro vita, a partire dal pensionamento. Nei prossimi anni, infatti, entrerà a pieno regime il meccanismo di calcolo contributivo e, a parità di lavoro svolto nel corso della propria fase lavorativa, caleranno significativamente gli assegni pensionistici medi.

2.3 Demografia e inclusione finanziaria in Italia

Gli scenari demografici italiani avranno un impatto anche sul sistema bancario e finanziario del paese. La riduzione della popolazione, il parziale effetto sostituzione dovuto ai flussi migratori, l'aumento dell'età media e il calo dei residenti nei piccoli comuni e nelle aree rurali avranno implicazioni profonde sui rischi di esclusione finanziaria. Come in molte altre questioni economiche che riguardano l'Italia, il divario territoriale appare un fattore di grande rilievo.

La graduale riduzione della presenza fisica degli intermediari sul territorio nazionale risponde ad una logica di mercato, basata su considerazioni di efficienza e sull'esigenza di minimizzare i costi operativi e di struttura. Secondo i dati pubblicati dalla Banca d'Italia, ad inizio 2022 risultavano 21.650 sportelli bancari sul territorio italiano, in calo del 37% circa rispetto al 2008. La digitalizzazione, la concorrenza e i processi di consolidamento del settore hanno profondamente cambiato il modello di servizio, anche delle banche più tradizionali e di quelle locali. Sono tuttavia cresciute le disparità geografiche fra i comuni italiani, visto che un numero crescente di centri non può più contare su uno sportello bancario o su uno sportello ATM; gli stessi servizi bancari offerti dal sistema postale non sono garantiti con continuità su tutto il territorio nazionale. All'inizio del 2021 erano 2.802 i comuni sprovvisti di una filiale bancaria, su un totale di circa 8 mila (ovvero oltre il 35% dei comuni italiani). Se si guarda al numero di sportelli per 100 mila abitanti, appare chiaro come le scelte industriali delle banche abbiano penalizzato in particolare il Mezzogiorno: a fine 2021 erano 49 gli sportelli bancari aperti ogni 100 mila abitanti nel Nord est, 42 nel Nord ovest, 38 nel Centro e solo 23 al Sud, dove peraltro una presenza capillare sul territorio potrebbe contribuire a colmare il gap di

cultura finanziaria esistente rispetto al resto del paese.

Queste tendenze evolutive appaiono di difficile inversione e sono esacerbate dalle minori competenze digitali o dalla mancanza della necessaria infrastruttura digitale nelle zone più povere.

L'invecchiamento demografico, le dinamiche migratorie e le connesse riforme pensionistiche, assistenziali e sanitarie hanno reso fondamentali le scelte degli individui in campo previdenziale e assicurativo. Negli ultimi anni sono cresciute in misura significativa la complessità e il numero delle scelte finanziarie che gli individui devono fronteggiare e i cui effetti incidono sul loro futuro, sul tenore di vita prospettico degli individui stessi e delle loro famiglie. Pertanto, l'esigenza di una crescente educazione finanziaria non può essere intesa "solo" nell'ottica di garantire l'accesso a prodotti e strumenti finanziari di base; in un mondo sempre più digitale, in cui la presenza fisica degli intermediari va gradualmente riducendosi, devono essere rafforzate la capacità di computo degli individui, la conoscenza dei diritti esercitabili, la comprensione degli strumenti disponibili per la gestione prospettica del proprio risparmio. Purtroppo, le dinamiche evolutive dei mercati e dei prodotti finanziari non sembrano essere state accompagnate da un aumento proporzionale delle conoscenze dei cittadini; le conseguenze di scelte finanziarie errate o inconsapevoli da parte delle famiglie possono avere effetti negativi sulla sostenibilità degli stili di vita. Una scarsa educazione finanziaria aumenta il rischio di subire frodi o di essere attratti in circuiti finanziari illegali, e può produrre un livello di risparmio inadeguato a sostenere il proprio stile di vita nel futuro, un eccessivo indebitamento rispetto al reddito, o può tradursi in una sovrastima della propria copertura pensionistica.

3. La ricchezza finanziaria in Italia: famiglie e intermediari

3.1 Le attività finanziarie delle famiglie italiane

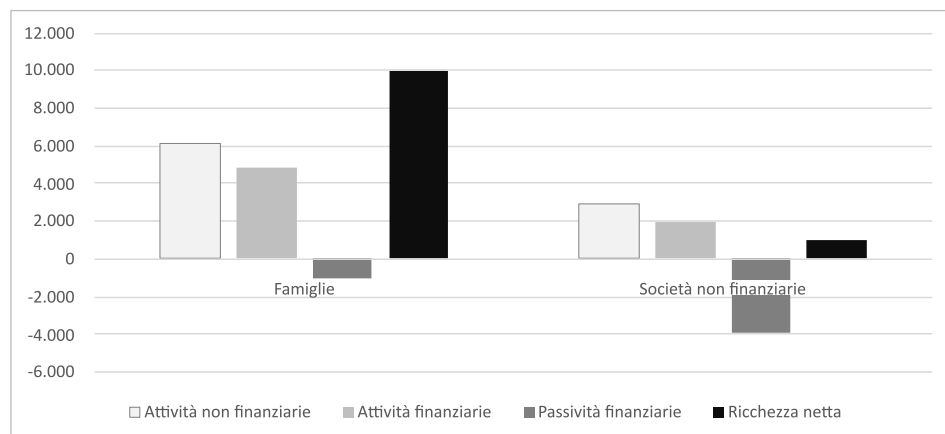
Il 27 gennaio 2022 è stata diffusa l'ultima indagine su *La ricchezza dei settori istituzionali in Italia*, una pubblicazione congiunta della Banca d'Italia e dell'ISTAT, che, con cadenza annuale, analizza l'evoluzione nel tempo dei dati relativi alla ricchezza reale e finanziaria di famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e amministrazioni pubbliche italiane. Il documento esamina il periodo 2005-2020 e costituisce la principale fonte di riferimento del presente paragrafo. La Figura 1 mostra che, alla fine del 2020, la ricchezza netta delle famiglie italiane, calcolata come somma delle attività reali (abitazioni, terreni, ecc.) e delle attività finanziarie (depositi, titoli, azioni, ecc.), al netto delle passività finanziarie (prestiti a breve termine, a medio e lungo termine, ecc.), si attesta a 10.010 miliardi di euro, cifra pari a 8,7 volte il loro reddito disponibile, con una crescita dell'1% su base annua. Circa la metà della ricchezza lorda è rappresentata dalle abitazioni, che rimangono la principale forma di investimento degli italiani. In particolare, le attività reali complessive ammontano a 6.177 miliardi di euro, rappresentando il 56% della ricchezza lorda, mentre le attività finanziarie sono pari a 4.800 miliardi (44% della ricchezza lorda), a fronte di passività finanziarie per 967 miliardi di euro.

La crescita delle attività finanziarie rispetto al 2019 è guidata dall'aumento di depositi bancari e riserve assicurative, mentre è rimasto sostanzialmente stabile l'ammontare delle passività finanziarie. Nel confronto con altre economie avanzate, la ricchezza netta delle famiglie italiane si dimostra elevata, se

rapportata al reddito lordo disponibile, ma tra le più basse, se rapportata alla popolazione. In particolare, il rapporto della ricchezza delle famiglie italiane rispetto al reddito disponibile, che è più basso solo di quello spagnolo (8,1, anche se riferito al 2019), è in linea con quello della Francia (8,6), e più alto di quello osservato in Germania (6,8) e nel Regno Unito (7,7). Dopo il calo registrato tra il 2012 e il 2018, l'indicatore per l'Italia è tornato a crescere nel 2019 e nel 2020. In merito alla ricchezza pro-capite delle famiglie, l'Italia fa osservare alla fine del 2020 un valore pari a circa 168 mila euro, migliore solo di quello della Spagna (151 mila euro, ancora una volta riferito al 2019), e decisamente inferiore a quello francese (196 mila euro), inglese (192 mila euro) e, sia pure in misura minore, a quello tedesco (176 mila euro).

Per quanto riguarda le imprese, le attività finanziarie e reali sono rispettivamente pari a 1.965 e 2.969 miliardi di euro; dedotti i 3.881 miliardi di passività, esse contribuiscono a formare la ricchezza netta complessiva, pari a 1.053 miliardi di euro alla fine del 2020. Rispetto al 2019, le imprese fanno osservare un aumento della componente finanziaria della ricchezza lorda, da attribuire principalmente all'incremento dei depositi, e una diminuzione del valore del patrimonio reale. Nel confronto con altri paesi, le imprese italiane risultano tra le meno indebitate.

Figura 1 La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane a dicembre 2020 (€ mld)



Fonte ISTAT e Banca d'Italia

Considerate singolarmente le diverse *asset class*, i depositi rappresentano nel 2020 il 32,43% del totale delle attività finanziarie, con una incidenza in aumento del 38% rispetto al 2005, confermandosi la principale destinazione del risparmio delle famiglie italiane, ruolo ricoperto ininterrottamente dal 2008, anno in cui, per la prima volta, il loro peso aveva superato quello delle azioni e altre partecipazioni; nel 2020 queste ultime fanno osservare un calo del 27% rispetto al 2005. Il rilevante peso dei depositi rappresenta un dato tipico delle scelte di investimento delle famiglie italiane, fatta eccezione per i periodi di forti rialzi dei mercati azionari, quando le azioni/partecipazioni sono diventate l'*asset class* di riferimento (come avvenuto durante il periodo della bolla delle dot.com e negli anni immediatamente precedenti la crisi finanziaria globale).

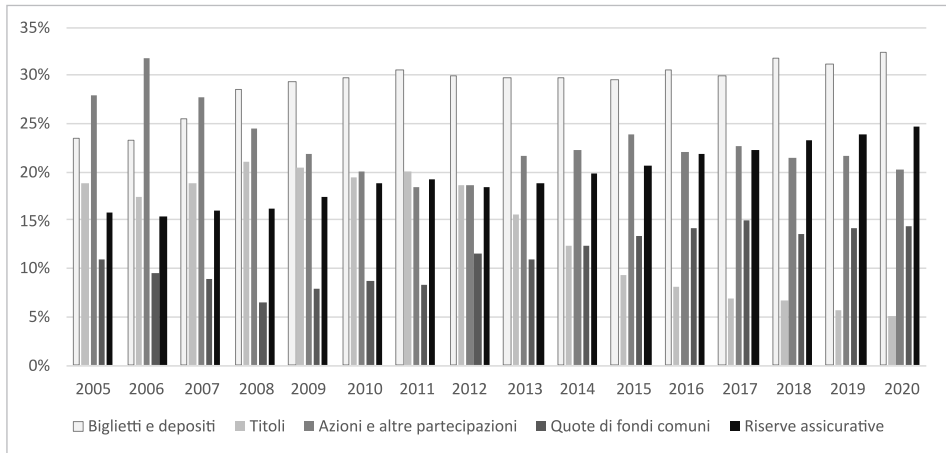
La riduzione dei tassi d'interesse degli ultimi anni è stata tra le motivazioni della caduta al 5,2% del peso dei titoli nella ricchezza finanziaria degli italia-

ni, dal 18,9% per cento del 2005. La quota dei titoli è al livello minimo dal 1950, anno a partire dal quale sono disponibili le relative statistiche.

La quota della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane investita in fondi comuni di investimento era pari al 14,4% nel 2020, in aumento rispetto all'11% del 2005, ma comunque ben lontana dal 18% raggiunto alla fine della bolla del mercato azionario del 1995-2000, che era stata seguita da una fase di ridimensionamento dovuta anche ad un trattamento fiscale non favorevole.

Gli strumenti assicurativi e pensionistici privati sono l'*asset class* che ha fatto osservare la più marcata crescita nel periodo in esame, +57%, passando da un peso del 15,8% sulla ricchezza finanziaria nel 2005 al 24,7% del 2020, che rappresenta il massimo storico, in virtù di una crescita pressoché costante, iniziata negli anni '90, in occasione delle prime riforme del sistema pensionistico pubblico.

Figura 2 La composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane nel periodo 2005-2020 (% del totale delle attività finanziarie)



Fonte ISTAT e Banca d'Italia

Le tendenze demografiche e la necessità di mantenere in ordine la finanza pubblica dovrebbero continuare a favorire la crescita di questa *asset class* nei prossimi anni. La riduzione della popolazione attiva e il progressivo aumento della speranza di vita richiederà infatti un riequilibrio tra consumi correnti e risparmio per far fronte alla carenza del sistema di welfare attuale, fortemente sbilanciato sul versante della previdenza pubblica obbligatoria. Il sistema finanziario dovrà accompagnare un crescente impiego di risorse destinate al differimento dei bisogni di consumo nella più estesa fase di vita successiva all'uscita dal mercato del lavoro. Occorre, tuttavia, anche considerare che l'accumulo di risorse disponibili per il risparmio tende a partire con ritardo rispetto al passato, a causa di un tardivo ingresso nel mercato del lavoro e di un maggiore numero di anni impiegati in attività di studio e occupazioni precarie. Per questo motivo, riteniamo che si debba valutare l'introduzione di nuove componenti del sistema previdenziale e assicurativo che possano contribuire a garantire la copertura delle esigenze di consumo prospettiche.

I cambiamenti, in atto ormai da diversi anni, negli schemi pensionistici pubblici e privati hanno il potenziale per determinare un significativo aumento dell'influenza che il risparmio accumulato e investito a fini pensionistici è in grado di esercitare sui mercati finanziari. Assume rilievo, in particolare, la disponibilità di strumenti finanziari che siano in grado di rappresentare una adeguata destinazione per l'investimento previdenziale. In questa prospettiva, come evidenziato già nel Rapporto predisposto su richiesta dei Sostituti del Gruppo dei Dieci da un gruppo di esperti, pubblicato nel settembre del 2005,⁶ è necessario assicurare una offerta di prodotti a lungo termine, come obbligazioni a lunga scadenza e opportunamente indicizzate, che sia sufficiente rispetto alla domanda attesa, per dare modo ai fondi pensione e

6 Cfr. AA.VV. (2005).

alle compagnie di assicurazione, i principali operatori coinvolti, di coprire la massa crescente di passività a lungo termine. La disponibilità di rendite e altri strumenti di liquidazione e distribuzione dei redditi da pensione è anch'essa un fattore in grado di orientare le scelte di investimento, sebbene l'affermazione di questi prodotti sia resa difficile, tra l'altro, da una sorta di "rendita di posizione" degli altri strumenti più tradizionali e dalle scarse competenze finanziarie degli investitori.

Fondi pensione e compagnie assicurative sono a loro volta chiamati a gestire un sensibile aumento del rischio di longevità (*longevity risk*). Le implicazioni dell'invecchiamento della popolazione e dell'aumento dell'aspettativa di vita vanno analizzate anche con riferimento ai rischi che questi fenomeni demografici pongono non solo ai risparmiatori, che rispondono con l'investimento in previdenza e assicurazioni, ma anche agli operatori dei mercati finanziari. La scelta di alcuni tipi di strumenti finanziari in luogo di altri è fatta quindi non solo per cogliere opportunità di rendimento, ma anche per proteggersi da rischi nuovi o di maggiore portata.

In questa prospettiva, l'analisi delle implicazioni dell'invecchiamento della popolazione in termini di scelte di investimento richiede di distinguere tra due obiettivi: da un lato, l'obiettivo della gestione del rischio di longevità, che rileva sia nella prospettiva del risparmiatore/investitore *retail*, appartenente alla categoria degli individui destinati a trascorrere una fase di quiescenza più lunga e con una minore copertura previdenziale pubblica rispetto al passato, sia in quella degli investitori istituzionali ai quali tale rischio viene trasferito dai primi; dall'altro lato, dal punto di vista degli investitori istituzionali, l'obiettivo della ricerca di nuove opportunità di rendimento in qualche maniera (positivamente) correlate con l'evoluzione del fenomeno dell'*ageing population*, quali quelle rintracciabili nei settori del *real estate*, nella consapevolezza

che la domanda degli immobili sarà influenzata da fenomeni legati all'aumento della quota di popolazione in età anziana, come il cosiddetto *senior housing*, dell'*health care* e delle associate applicazioni della tecnologia (*silverttech*).

Struttura per età della popolazione e gestione del risparmio in Italia

Il rapporto degli italiani con gli investimenti finanziari è cambiato nel nuovo millennio, a fronte della forte riduzione osservata in particolare nei tassi di interesse, solo recentemente invertita. Nella prospettiva degli operatori del settore è di fondamentale importanza indagare su come i profili tipici degli investitori italiani stiano evolvendo nel corso tempo. Tra questi tratti distintivi spiccano una elevata avversione al rischio (con il vero e proprio boom osservato nei depositi bancari tra il 2018 e il 2021), una scarsa educazione finanziaria e la marcata preferenza per un rapporto personale con il proprio consulente finanziario.

Per quanto riguarda il livello di educazione finanziaria, la Banca d'Italia ha condotto due indagini sull'alfabetizzazione e la competenza finanziaria degli adulti italiani nel 2017 e nel 2020, sulla base della metodologia sviluppata dall'International Network on Financial Education dell'OCSE. L'indagine del 2020 ha confermato che l'Italia è in ritardo rispetto agli standard internazionali, come già rilevato nella *survey* del 2017.⁷ In linea con la metodologia dell'OCSE, l'indicatore di alfabetizzazione finanziaria si compone della somma di tre punteggi riferiti a tre fattori: la conoscenza, il comportamento e l'attitudine.

7 Cfr. D'Alessio et al. (2020).

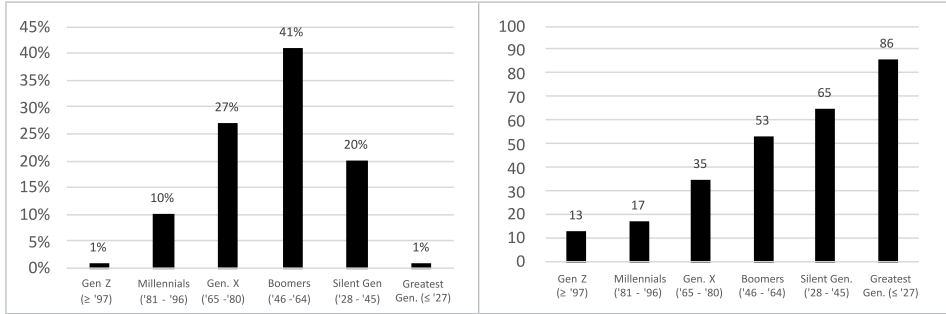
Il livello medio di alfabetizzazione finanziaria degli italiani nel 2020 è pari a 11,2, in una scala che va da 1 a 21, sostanzialmente in linea con il valore osservato nel 2017. Rispetto alla precedente indagine, i risultati del 2020 segnalano che le conoscenze finanziarie degli italiani sono migliorate, registrando una crescita di 0,4 punti, mentre il comportamento e l'attitudine hanno fatto osservare una flessione rispettivamente di 0,2 e 0,1 punti, delle quali solo la prima è statisticamente significativa. La percentuale di soggetti che nel 2020 hanno registrato un punteggio relativo alla conoscenza uguale o superiore a 5 (su un massimo di 7), giudicato quindi sufficiente dall'OCSE, è del 44,3%, rispetto al 32,6% del 2017. La percentuale di intervistati per i quali il punteggio del fattore comportamentale è giudicato sufficiente, ossia uguale o superiore a 6, in una scala il cui valore massimo è 9, è stabile rispetto alla *survey* precedente (27,3% contro 27%). Con riferimento all'atteggiamento, invece, la quota di coloro che hanno un punteggio sufficiente, cioè uguale o superiore a 4, in una scala compresa tra 1 e 5, è del 13,7%, in calo rispetto al 2017 (18,8%).

L'alfabetizzazione finanziaria varia tra i diversi gruppi in cui è divisa la popolazione italiana in base al livello di istruzione, che è la variabile più significativa, al sesso, ma anche in relazione all'età e alla posizione geografica degli intervistati. In particolare, è più alta per i laureati rispetto ai non laureati e per gli uomini rispetto alle donne. È molto bassa tra i giovani, raggiunge il livello massimo per gli intervistati con età intorno ai 45 anni e poi si riduce. Ai fini di questo studio, rileva in particolare, il fattore anagrafico, e un'analisi di come i diversi gruppi della popolazione, distinti per età, partecipano all'industria del risparmio gestito è stata effettuata da ASSOGESTIONI nell'Osservatorio sui sottoscrittori

di fondi comuni.⁸ Il gruppo dei *baby boomer*, che include persone di età compresa tra 58 e 76 anni nel 2022, è particolarmente importante per l'industria dell'*asset management*. Secondo i dati dell'Osservatorio, aggiornati a dicembre 2021 e riportati nella Figura 3, l'età media dei sottoscrittori di fondi comuni di investimento è di 60 anni, e il 41% appartiene alla generazione dei *boomer*, il 21% ha più di 75 anni, mentre il 27% alla Generazione X (gli individui nati tra il 1965 e il 1980). I risparmiatori appartenenti ai gruppi più giovani, *millennial* (i nati tra il 1981 e il 1996) e Generazione Z (i nati a partire dal 1997), rappresentano appena l'11% dei sottoscrittori. Inoltre, i sottoscrittori più anziani (ultra 75-enni) fanno osservare gli investimenti medi più alti: 86.000 euro per la *Greatest generation* (nati prima del 1927) e 65.000 euro per i rappresentanti della *Silent generation* (nati tra il 1928 e il 1945). I *boomer* investono un importo medio approssimativamente pari a 53.000 euro; il dato si riduce tra le generazioni più giovani, risultando pari a 35.000 euro per la Generazione X, 17.000 per i *millennial* e 13.000 euro per i giovanissimi della Generazione Z.

8 Cfr. Assogestioni (2021).

Figura 3 I sottoscrittori italiani dei fondi comuni di investimento: distribuzione per età (pannello di sinistra) e investimento medio per età (pannello di destra; in migliaia di euro)



Fonte Assogestioni (2021).

3.2 Il sistema bancario

Il sistema bancario intermedia una quota maggioritaria della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, sia direttamente tramite la raccolta dei depositi, sia indirettamente attraverso il risparmio amministrato e il risparmio gestito.

La fisionomia attuale del sistema bancario italiano è il frutto di una serie di profondi mutamenti che ne hanno modificato la struttura a partire dall'inizio degli anni '90. Le tappe principali di questo percorso sono state a grandi linee le seguenti: la riforma nella normativa di settore con l'adozione del Testo Unico Bancario, le privatizzazioni, un intenso processo di consolidamento, l'apertura progressiva del sistema ad operatori esteri, l'avvio del Meccanismo di Vigilanza Unico e la ristrutturazione del sistema bancario a seguito del problema dei crediti deteriorati.

All'inizio degli anni '90 la quota dell'attivo bancario gestita da operatori pubblici era superiore al 70%, mentre attualmente la presenza pubblica nel settore è trascurabile ed è principalmente legata al salvataggio del Monte dei Paschi di Siena.

Dagli inizi degli anni '90 è aumentato notevolmente il grado di concentrazione del mercato bancario; il fenomeno ha seguito tendenze manifestatesi nel contesto internazionale ed è stato incentivato dalla globalizzazione del mercato dei capitali nonché, in ambito europeo, prima dall'adozione dell'euro e poi dall'avvio del Meccanismo di Vigilanza Unico.

Nell'ultimo decennio, il sistema bancario italiano ha affrontato una serie di criticità che ne hanno plasmato ulteriormente la fisionomia. Infatti, il contesto macroeconomico estremamente debole e caratterizzato da crescita scarsa o nulla ha comportato un forte deterioramento della qualità del credito, il perdurante periodo di bassi tassi di interesse ha eroso la redditività caratteristica del sistema bancario, il profondo cambiamento del quadro normativo e regolamentare ha comportato sforzi di razionalizzazione delle strutture e significativi costi di compliance. Infine, la digitalizzazione e il salto tecnologico che ne è derivato ha comportato l'ingresso nel mercato di nuovi operatori e la nascita di nuovi prodotti e nuovi mercati.

Il sistema bancario italiano è oggi molto più concentrato che in passato, aperto in modo significativo ad operatori esteri che in alcuni segmenti di mercato (ad esempio il credito al consumo) occupano posizioni di leadership. È inoltre un sistema nel suo complesso impegnato nella gestione dei rischi, non solo di credito, nel recupero di efficienza e redditività: a differenza del passato, a partire dalla crisi degli anni 2007-2008, i prezzi di mercato delle banche quotate continuano tuttora ad incorporare un fortissimo sconto rispetto ai valori nominali di libro. Da ultimo, la politica monetaria della BCE che era

stata per molti anni fortemente espansiva, determinando pressioni sulla redditività della gestione caratteristica delle banche, ha cambiato repentinamente orientamento per rispondere alla recente sfida dell'inflazione che dopo alcuni decenni è tornata a crescere fino alla doppia cifra.

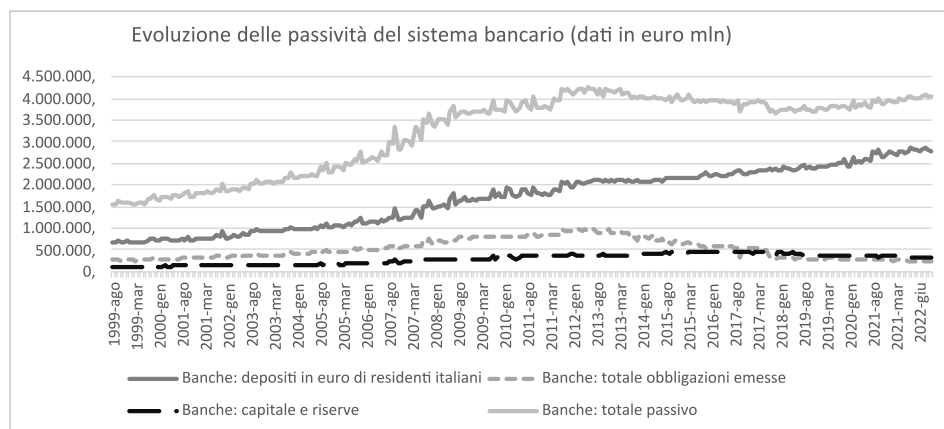
Grazie alla base statistica della Banca d'Italia è possibile analizzare l'evoluzione del bilancio aggregato del settore bancario italiano, a partire dalla metà degli anni '90, fino ad oggi.

La figura 4 mostra l'evoluzione a partire dal 1999 del totale bilancio aggregato (totale passività) delle banche residenti in Italia, unitamente all'evoluzione di alcune grandezze fondamentali: depositi dei soggetti residenti, capitale e riserve delle banche, totale titoli obbligazionari emessi dal sistema bancario.

Il bilancio aggregato del settore bancario italiano ha sperimentato una crescita significativa, passando da 1,5 trilioni a circa 4 trilioni di euro in dieci anni, tra il 1999 e il 2009, interrompendo poi la crescita nel decennio successivo in cui però i depositi bancari dei soggetti residenti hanno continuato a crescere in misura sempre più significativa, passando dal 43% del totale passivo nel 1999 al 68% del 2022.

Dalla figura 4 è possibile evincere che negli ultimi 10 anni la raccolta bancaria tramite obbligazioni è divenuta nei fatti marginale, sia per fattori di domanda che di offerta. Infatti, i rendimenti sostanzialmente nulli di questo tipo di strumenti e i rischi conseguenti alla loro esclusione dal sistema di assicurazione hanno ridotto la domanda della clientela, mentre gli intermediari hanno preferito altre fonti di finanziamento, più economiche, quali i depositi bancari e le operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema che pur non essendo riportate nel grafico hanno rappresentato una quota non irrilevante della provvista bancaria nell'ultimo decennio.

Figura 4 Evoluzione delle passività del sistema bancario a partire dal 1999



Fonte Banca d'Italia – Base dati Statistica

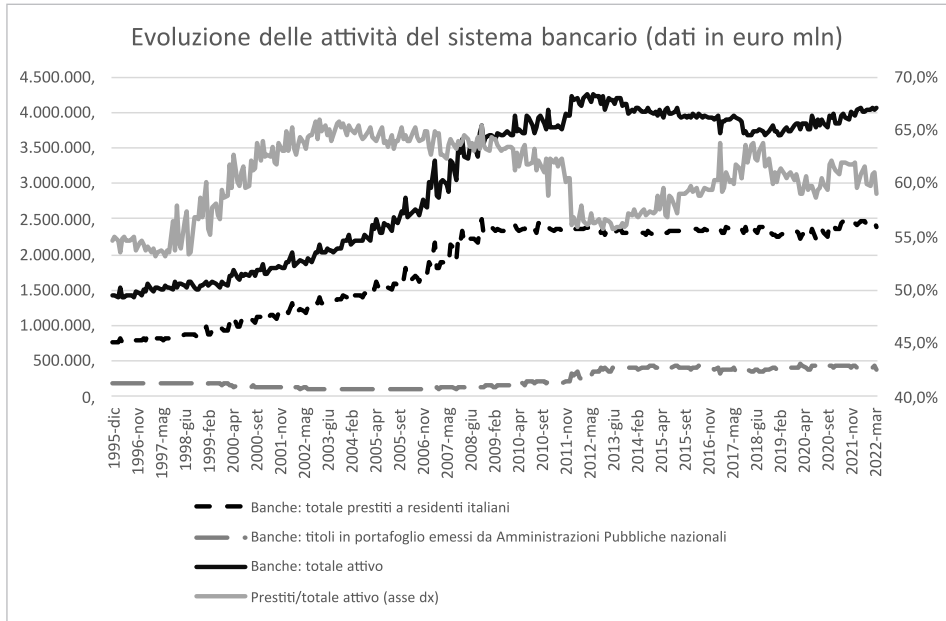
Con riferimento all'evoluzione delle attività del sistema bancario italiano, la Figura 5 mostra la dinamica dal 1995 al 2022 del totale attivo, del totale dei prestiti erogati a soggetti residenti e dei titoli in portafoglio emessi da Amministrazioni Pubbliche nazionali.

Il rapporto tra prestiti e totale attivo mostra un trend abbastanza volatile in un range tra il 55% e il 65%.

Il volume dei prestiti erogati a soggetti residenti ha interrotto la crescita iniziata a metà degli anni '90 ed è restato sostanzialmente stabile tra il 2009 e il 2022 in un intorno di 2,3 trilioni di euro.

Infine, nel periodo di osservazione si assiste ad una crescita in valore assoluto significativa dell'ammontare del debito pubblico italiano nel portafoglio degli intermediari domestici.

Figura 5 Evoluzione delle attività del sistema bancario a partire dal 1999



Fonte: Banca d'Italia – Base dati Statistica

3.3 Il settore assicurativo

Le assicurazioni sono, insieme alle banche, i principali investitori istituzionali del paese e intermediano una quota significativa dei flussi di risparmio e di ricchezza dei risparmiatori e delle imprese.⁹

La struttura del mercato assicurativo italiano è caratterizzata da 94 società di assicurazione (direttamente vigilate dall'IVASS) di cui 90 nazionali e 4 rappresentanze legali di imprese extra europee. Sono inoltre abilitate ad operare in regime di stabilimento o libera prestazione di servizio circa 1.000 società assicuratrici aventi sede legale in paesi europei. Nell'ultimo decennio il nume-

9 Cfr. Curcio e Di Giorgio (2015).

ro di assicurazioni nazionali si è ridotto del 33%, fino alle attuali 90, principalmente per effetto di operazioni di fusione e acquisizione.

La raccolta premi in Italia riferibile ai primi dieci gruppi assicurativi è una quota significativa del totale, pari al 78,9%, in crescita di oltre cinque punti percentuali nell'ultimo decennio, in linea con il trend di concentrazione del mercato. Come noto la gestione assicurativa è tendenzialmente binaria, con ramo vita e ramo danni che seguono logiche e dinamiche differenti. In entrambi i casi tuttavia rileva il ruolo centrale dell'intermediario quale investitore e gestore del premio pagato fino al momento dell'eventuale prestazione.

Secondo i dati dell'EIOPA il totale attivo riferibile al settore assicurativo italiano era pari a circa 1,1 trilioni di euro a fine 2021 (68% del PIL, quasi raddoppiato nell'arco di un decennio), rispetto a 3 trilioni di euro in Francia (125% del PIL) e 2,6 trilioni in Germania (72% del PIL), mostrando una dimensione tendenzialmente inferiore del settore in oggetto rispetto alle dimensioni dell'economia nazionale; tale dato deve tuttavia essere interpretato anche alla luce del significativo grado di apertura internazionale del comparto assicurativo italiano, in particolare in alcuni settori.

La tabella che segue illustra, a scopo comparativo, lo stato patrimoniale del settore assicurativo nei quattro principali paesi europei redatto secondo le regole previste in Solvency II. L'eccedenza delle attività rispetto alle passività è pari a 141 miliardi di euro nel 2021, il 12,5% del totale delle attività, in linea con la Francia (12,8%), ma di molto inferiore al dato fatto osservare dalla Spagna (18%) e soprattutto dalla Germania (21,4%).

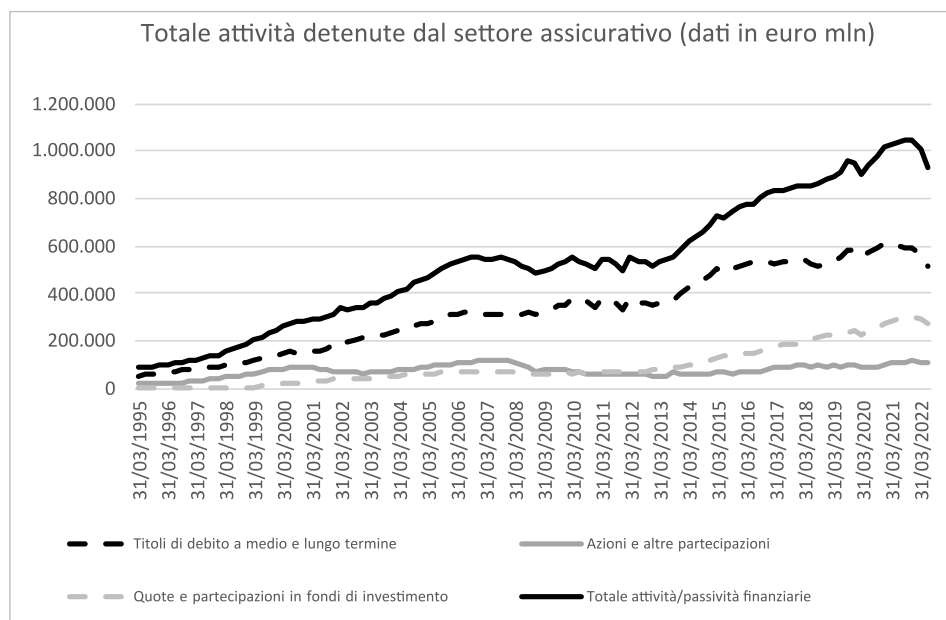
Figura 6 Totale attività detenute dal settore assicurativo nei paesi europei – principali consistenze

Stato patrimoniale delle imprese assicurative nei principali Paesi Europei – quarto trimestre 2021									
(milioni di euro)									
	Italia		Francia		Germania		Spagna		
Attivo									
Attività fiscali differite	6.491	0,6%	13.429	0,4%	14.139	0,6%	14.770	4,3%	
Investimenti (esclusi attivi per <i>index</i> e <i>unit-linked</i>)	810.182	72,2%	2.239.214	74,0%	2.073.724	80,8%	260.643	76,5%	
Attivi detenuti per <i>index</i> e <i>unit-linked</i>	232.606	20,7%	480.013	15,9%	159.654	6,2%	32.240	9,5%	
Mutui e prestiti	7.226	0,6%	42.546	1,4%	118.344	4,6%	1.819	0,5%	
Importi recuperabili da riassicurazione	10.900	1,0%	128.804	4,3%	82.220	3,2%	8.593	2,5%	
Contanti ed equivalente	11.734	1,0%	18.767	0,6%	11.554	0,5%	12.022	3,5%	
Altre attività	42.412	3,8%	102.392	3,4%	107.427	4,2%	10.706	3,1%	
Totale attivo	1.121.551	100,0%	3.025.165	100,0%	2.567.062	100,0%	340.793	100,0%	
Passivo									
Riserve tecniche danni	53.914	5,5%	179.789	6,8%	234.061	11,6%	27.934	10,0%	
Riserve tecniche vita - escluse polizze <i>linked</i>	627.860	64,1%	1.685.503	63,9%	1.345.078	66,7%	168.300	60,2%	
Riserve tecniche <i>index</i> e <i>unit-linked</i>	223.483	22,8%	467.289	17,7%	176.724	8,8%	30.956	11,1%	
Passività fiscali differite	14.503	1,5%	30.925	1,2%	66.757	3,3%	21.801	7,8%	
Altre passività	60.404	6,2%	274.451	10,4%	194.937	9,7%	30.583	10,9%	
Totale passivo	980.164	100,0%	2.637.957	100,0%	2.017.557	100,0%	279.574	100,0%	
Eccedenza attività su passività	141.388		387.208		549.506		61.219		

Fonte EIOPA, *Insurance Statistics*

La successiva figura 7 fornisce l'evoluzione storica, a partire dal 1995, delle attività detenute dal settore assicurativo domestico nonché le principali forme di investimento (titoli di debito, quote di fondi comuni di investimento, azioni e partecipazioni).

Figura 7 Totale attività detenute dal settore assicurativo – principali consistenze



Fonte Banca d'Italia – Base dati Statistica

Come noto il settore assicurativo è, in relazione alle sue dimensioni, il primo investitore nazionale in titoli di Stato, sia italiani che esteri, con una quota che recentemente ha superato il 50% del totale attivo.

La figura 8 mostra per il 2021 e per il 2020 il totale degli investimenti assicurativi a fronte dei premi nel ramo vita e danni versati dalla clientela, inclusi gli investimenti detenuti a fronte di contratti index e unit-linked in cui, come noto, l'investimento in organismi di investimento collettivo rappresenta la principale forma di impiego. Gli investimenti dedicati ai rami vita e danni sono molto concentrati sulla componente obbligazionaria e vi è solo una quota di poco superiore all'1% di strumenti di capitale direttamente detenuti,

mentre gli investimenti in organismi di investimento collettivo rappresentano il 13,6% del totale, di molto inferiore alla quota che si registra in Francia (20,7%) e in Germania (33,3%).

Figura 8 Investimenti vita e danni del settore assicurativo italiano – principali consistenze 2020 e 2021

Investimenti vita e danni					
(milioni di euro e valori percentuali)					
	2020	%	2021	%	var % 21 / 20
Investimenti vita e danni per attivi non destinati a contratti index e unit-linked					
Titoli di Stato	432.771	53,1	411.981	50,9	-4,8
<i>di cui: titoli di Stato italiani</i>	336.029	41,2	310.896	38,4	-7,5
Obbligazioni societarie	157.508	19,3	156.144	19,3	-0,9
Strumenti di capitale quotati	7.341	0,9	9.910	1,2	35,0
Strumenti di capitale non quotati	3.522	0,4	4.479	0,6	27,2
Organismi di investimento collettivi	105.705	13,0	110.048	13,6	4,1
Obbligazioni strutturate	11.119	1,4	11.502	1,4	3,4
Titoli garantiti	2.150	0,3	2.735	0,3	27,2
Depositi diversi da equivalenti a contante	359	0,0	412	0,1	14,8
Immobili (diversi da quelli per uso proprio)	4.010	0,5	3.958	0,5	-1,3
Altri investimenti	18	0,0	18	0,0	1,8
Derivati	1.097	0,1	815	0,1	-25,7
Quote detenute in imprese partecipate, incluse le partecipazioni	89.419	11,0	97.722	12,1	9,3
Totale (A)	815.020	100,0	809.726	100,0	-0,6
Investimenti detenuti per contratti index e unit-linked					
Titoli di Stato	13.655	7,0	14.062	6,0	3,0
Obbligazioni societarie	5.874	3,0	7619	3,3	29,7
Strumenti di capitale	7.432	3,8	9.433	4,1	26,9
Organismi di investimento collettivi	164.919	84,0	196.709	84,5	19,3
Altri investimenti	4.494	2,3	4.873	2,1	8,4
Totale (B)	196.374	100,0	232.696	100,0	18,5
Totale generale (A+B)	1.011.395	.	1.042.422	.	3,1

Fonte IVASS – Relazione annuale per il 2021

3.4 Fondi pensione e previdenza complementare

Le forme pensionistiche complementari e le casse di assistenza private svolgono un ruolo fondamentale, soprattutto in chiave prospettica, nel sistema di welfare italiano e sono uno dei principali investitori istituzionali del paese.

Alla fine del 2021, esistevano 349 forme pensionistiche (23 in meno dell'anno precedente) con oltre 8,7 milioni di iscritti (di cui 6,3 milioni versanti) che rappresentano il 34,7% della forza lavoro del paese a cui fanno riferimento ANDP¹⁰ per oltre 213 miliardi di euro (12% del PIL e al 4% delle attività finanziarie delle famiglie italiane). Su 213 miliardi di euro di ANDP il 30,6% si riferiscono a fondi negoziali, il 13,6% a fondi aperti, il 31,8% a fondi preesistenti, mentre il 24% a PIP. Il tasso di partecipazione a forme di previdenza integrativa è in costante crescita, è passato dal 26,4% della forza lavoro nel 2010, al 28,9% nel 2017, per arrivare al 34,7% a fine 2021. Si riscontra una differenza di genere: il tasso di partecipazione degli uomini (37,5%) è quasi sette punti percentuali più alto di quello delle donne (30,9%); le differenze di genere nella partecipazione alla previdenza complementare riflettono in larga misura quelle relative al coinvolgimento nel mercato del lavoro¹¹ ma anche il persistere di divari salariali e carriere più discontinue.

Nel corso degli anni, come mostrato in figura 9, questo settore ha attraversato un significativo cambiamento, in larga parte imputabile alla riforma della previdenza complementare dei primi anni 2000. Dal 2000 al 2021 l'ANDP

10 Con il termine ANDP si fa riferimento alle risorse destinate alle prestazioni che comprendono: l'attivo netto destinato alle prestazioni per i fondi negoziali, i fondi aperti e i fondi preesistenti dotati di soggettività giuridica; i patrimoni di destinazione ovvero le riserve matematiche per i fondi preesistenti privi di soggettività giuridica; le riserve matematiche costituite a favore degli iscritti presso le imprese di assicurazione per i fondi preesistenti gestiti tramite polizze assicurative; le riserve matematiche per i PIP di tipo tradizionale e il valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit linked*. I PIP "nuovi" sono conformi al Decreto lgs. 252/2005. I PIP "vecchi" sono stati istituiti prima della riforma del 2005 e non sono stati successivamente adeguati al Decreto lgs. 252/2005.

11 Cfr. Profeta (2019).

in favore degli iscritti è quasi quadruplicato, il numero degli aderenti a forme di previdenza complementare è passato da 1,8 milioni circa a 8,7 milioni, coinvolgendo un numero sempre crescente di lavoratori. Nell'arco di venti anni il numero delle forme pensionistiche complementari si è invece più che dimezzato, passando da 718 nel 2000 a 349 nel 2021 principalmente per effetto del processo di concentrazione in atto nell'industria.

Figura 9 La previdenza complementare – evoluzione delle principali consistenze nel 2000, 2010 e 2021

Anno	ANDP* (in € mln.)			Numero fondi			Numero iscritti		
	2000	2010	2021	2000	2010	2021	2000	2010	2021
Totale	57.575	83.222	213.251	718	559	349	1.792.578	5.271.884	8.771.149

Fonte Elaborazione degli autori su dati Covip; il numero dei fondi e il numero degli iscritti include anche i PIP (“nuovi” e “vecchi”)

Alla fine del 2021 le forme pensionistiche complementari erano costituite da: 33 fondi pensione negoziali, 40 fondi pensione aperti, 72 piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP) cosiddetti “nuovi” e 204 fondi pensione preesistenti. Nonostante il processo di concentrazione sopra descritto esistono tuttora ben 295 forme pensionistiche che appartengono ad una classe dimensionale che potremmo definire piccola, caratterizzata da risorse raccolte e destinate alle prestazioni inferiori ad euro 1 miliardo, tra cui 191 di dimensioni piccolissime (fino a euro 100 milioni).

Il tasso di partecipazione della forza lavoro a forme di previdenza complementare è purtroppo molto differente per area geografica; in tutto il Mezzogiorno, con l'esclusione della Basilicata, il tasso di partecipazione della forza lavoro a forme di previdenza complementare è significativamente inferiore alla media nazionale (34,7%) e non raggiunge il 28% (con un minimo del

25,2% in Sardegna).

Nel 2021 la contribuzione media per singolo iscritto è stata pari a 2.790 euro con un'ampia dispersione delle contribuzioni individuali. Ad esempio il contributo medio annuale alle forme preesistenti, caratterizzate da platee più mature e con retribuzioni medie più alte, è pari a circa 7.800 euro, mentre ben il 26,8% degli iscritti alle forme di previdenza complementare non effettua nessun versamento. Il fenomeno degli iscritti che non alimentano con continuità le proprie posizioni previdenziali è dunque piuttosto diffuso e esprime il rischio che larghe fasce di lavoratori, pur risultando formalmente iscritti a prestazioni previdenziali integrative, non riescano di fatto ad alimentarle e quindi a generare un trattamento soddisfacente alla data del pensionamento. I versamenti nulli incidono di più tra i lavoratori autonomi (44,9 %) rispetto ai lavoratori dipendenti (19,9 %): la classe di lavoratori già più fragili dal punto di vista della previdenza obbligatoria finisce per alimentare meno la previdenza complementare, mettendo di fatto a rischio il proprio tenore di vita nel momento del pensionamento. In media, la posizione individuale degli iscritti non versanti (nel 2021) è di 9.900 euro contro i 28.150 dei versanti. Per circa 213 mila iscritti non versanti, pari al 9,3% del totale, il capitale accumulato è nullo. Nei fatti si tratta di soggetti che hanno aderito solo formalmente alla previdenza complementare e non hanno mai versato alcun importo.

La figura che segue, estratta dalla relazione annuale della Covip, mostra il capitale medio pro capite accumulato dagli iscritti alle diverse forme di previdenza complementare (esclusi i PIP "vecchi"). Come è possibile notare, tra le diverse forme pensionistiche vi sono ampie differenze nei valori medi che rispecchiano diverse strategie di contribuzione. Se si escludono i circa 622 mila iscritti a forme di pensione integrativa preesistenti, i residui 8 mln circa di iscritti alle altre forme risultano aver accumulato un capitale medio deci-

samente basso, solo in parte spiegato da una minore anzianità contributiva.

Figura 10 Forme pensionistiche complementari – capitale medio pro capite accumulato a fine 2021

Forme pensionistiche complementari – Iscritti e risorse destinate alle prestazioni (dati di fine 2021; risorse in milioni di euro; capitale medio in euro)			
	Iscritti	Risorse destinate alle prestazioni	Capitale medio pro capite
Fondi pensione negoziali	3.368.703	65.322	19.390
Fondi pensione aperti	1.694.029	28.966	17.100
Fondi pensione preesistenti	622.036	67.636	108.730
PIP "nuovi"	3.445.073	43.989	12.770
Totale	8.491.640	205.913	24.250

Il totale è al netto delle posizioni multiple e, quindi, non corrisponde alla somma delle singole voci riportate nella tavola. Sono esclusi i PIP "vecchi".

Il capitale medio *pro capite* è ottenuto dividendo le risorse destinate alle prestazioni per il numero di iscritti; per il concetto di risorse destinate alle prestazioni, cfr. *Glossario*. Il capitale medio *pro capite* fornisce una misura della somma che in media ciascun iscritto ha fin qui accumulato in vista del proprio trattamento complementare al momento del pensionamento.

Fonte Relazione annuale per l'anno 2021 – Covip

Infine, è particolarmente interessante analizzare le scelte di investimento da parte degli iscritti alle diverse forme di previdenza complementare. Una sintesi è mostrata nella figura 11 dalla quale emerge come il comparto garantito e quello bilanciato siano assolutamente prevalenti, tanto è che sommati arrivano a circa l'80% del totale. Resta residuale la componente azionaria, con l'esclusione del caso dei fondi aperti in cui rappresenta oltre il 20% delle posizioni previdenziali.

Figura 11 **Forme pensionistiche complementari – comparti di investimento a fine 2021**

Forme pensionistiche complementari – Iscritti per tipologia di forma e comparto di investimento					
<i>(dati di fine 2021; valori percentuali)</i>					
	Fondi negoziali	Fondi aperti	PIP “nuovi”	Fondi preesistenti	Totale
Garantito	25,0	15,8	69,3	43,8	39,5
Obbligazionario	17,8	11,5	4,8	15,2	12,8
Bilanciato	53,9	52,4	17,2	33,7	39,0
Azionario	3,3	20,3	8,7	7,3	8,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nel caso di iscritti con posizioni individuali in più comparti, l'attribuzione del profilo di investimento è stata operata applicando alla posizione complessiva le soglie percentuali definite dalla COVIP e utilizzate ai fini della classificazione dei comparti (*cf. Glossario*). Ai fini di tale attribuzione, le gestioni separate di ramo I dei PIP e i comparti in gestione assicurativa dei fondi pensione preesistenti sono stati considerati comparti garantiti; tra i comparti bilanciati, sono state incluse anche le linee cosiddette flessibili.

Fonte Relazione annuale per l'anno 2021 – Covip

La composizione degli investimenti delle diverse forme di pensione complementare riflette una elevata diversificazione per prodotto e geografia, tanto è che a fronte di 176¹² miliardi di euro di investimenti diretti solo 40 miliardi sono effettuati in titoli emessi da residenti in Italia, inclusi i titoli di Stato. Riferendosi alle componenti principali, le obbligazioni sono pari al 53,7% le azioni costituiscono il 22,6% e le quote di OICR il 16%. Se si esclude la componente titoli di Stato italiani, che pesa il 16,8% del totale degli investimenti, la quota di investimenti domestici in altre obbligazioni, azioni e OICR è residuale in quanto prevalentemente focalizzata su emittenti esteri. Ne consegue che purtroppo il contributo che il sistema delle forme complementari

12 A fronte di 213,3 miliardi di euro di risorse destinate alle prestazioni alla fine del 2021, gli investimenti direttamente riferibili alle forme pensionistiche complementari ammontano a 176,4 miliardi di euro; tale aggregato esclude le riserve matematiche facenti capo a fondi preesistenti ma detenute presso imprese di assicurazione (28,6 miliardi di euro), le risorse dei fondi interni a banche, imprese di assicurazione e società non finanziarie (1,3 miliardi), nonché le risorse facenti capo ai PIP “vecchi” (7,3 miliardi).

fornisce all'economia italiana è limitato, ampiamente sotto il potenziale, anche nel confronto con gli altri sistemi previdenziali internazionali. Uno dei fattori che può spiegare questa evidenza è il limitato peso assegnato all'Italia nei *benchmark* di mercato che i fondi sono chiamati a replicare, dato l'esiguo numero di imprese quotate italiane e il limitato sviluppo, a livello nazionale, dei mercati di capitale e di debito privati. Trattandosi di un settore in significativa espansione e che nelle intenzioni delle autorità di politica economica dovrà rappresentare sempre di più il secondo pilastro della previdenza e del welfare, soprattutto in una popolazione anziana come quella italiana, sarebbe auspicabile favorire l'adozione di decisioni che contemperino la tutela del capitale versato a quella di convogliare i flussi di risparmio verso settori meritevoli dell'economia domestica.

4. Demografia, risparmio e mercati finanziari

4.1. L'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulle scelte finanziarie non dipende solo da fattori domestici

L'invecchiamento progressivo della popolazione avrà, tra le altre, due principali conseguenze: i) l'aumento del numero di anni trascorsi nella fase del pensionamento, quando il flusso di reddito da lavoro è sostituito dalle entrate, ragionevolmente minori, derivanti dalla pensione pubblica, eventualmente integrate da quelle provenienti da forme di previdenza complementare; ii) l'incremento della quota della popolazione rappresentata dagli individui di

età avanzata, che, secondo le statistiche internazionali, è generalmente misurata dal cosiddetto *aged-dependency rate*, ossia il rapporto tra gli individui con età uguale a o maggiore di 65 anni e quelli la cui età è compresa tra i 15 e i 64 anni. Negli anni a venire la quota di ricchezza finanziaria e reale controllata dagli individui in quiescenza è quindi destinata ad aumentare, rendendo di significativo interesse l'analisi dei fattori che sono in grado di orientare la gestione di tale ricchezza.

Data l'entità del patrimonio ad essi riconducibile, non si può *a priori* escludere che le scelte dei pensionati potrebbero influenzare i prezzi e i rendimenti degli *asset* che essi decidono di acquistare, vendere o mantenere nei propri portafogli. Per questo, in passato alcuni analisti hanno segnalato il rischio che nei paesi sviluppati l'invecchiamento dei *baby boomers*¹³ potesse avere pesanti ripercussioni sui mercati finanziari: spinti dalla necessità di finanziare i consumi relativi agli anni di pensionamento, in aumento per la maggiore durata attesa di vita, i *baby boomers* avrebbero potuto avviare massicce vendite delle loro attività finanziarie, difficilmente compensabili dagli acquisti effettuati dagli individui appartenenti alle generazioni più giovani. Inoltre, la maggiore avversione al rischio da parte dei soggetti in età avanzata avrebbe potuto incentivare la vendita degli investimenti più rischiosi, danneggiando in maniera significativa le performance di alcune specifiche *asset class*.

Tuttavia, questi timori si sono rivelati sostanzialmente infondati: le variazioni dei rendimenti degli strumenti finanziari causate dall'atteso disimpegno dei *baby boomers* da tali forme di investimento sembra siano state in generale piuttosto limitate e, quando ci sono state, sono apparse anche piuttosto lente. Inoltre, esse appaiono destinate ad essere contrastate da altri fattori di cui è necessario tenere conto. La gran parte dei *boomers*, infatti, decide di non liqui-

13 Secondo la definizione comunemente usata, i *baby boomers* sono gli individui nati tra il 1946 e il 1964.

dare completamente il proprio portafoglio di investimenti finanziari, in primo luogo perché lo ritiene utile a contrastare l'incertezza relativa all'aspettativa di vita e a soddisfare il desiderio di trasferire un lascito a favore dei propri eredi.

Pur riconoscendo che i mercati finanziari non sono immuni all'evoluzione demografica, appare ragionevole pensare che gli aggiustamenti indotti dal cambiamento della struttura per età della popolazione saranno quindi necessariamente gradualmente e soprattutto guidati non solo da variabili relative al contesto domestico, ma anche dall'azione di fattori esterni. Infatti, per un'economia aperta, inserita in un contesto globale con ridotte barriere al commercio transfrontaliero e ai flussi di capitale *cross-border*, e con una elevata e crescente sensibilità ai prezzi e ai rendimenti registrati al di fuori dei confini nazionali, il legame tra i fenomeni demografici e i mercati finanziari nazionali può risultare indebolito e la correlazione tra risparmio e investimento domestici molto attenuata.

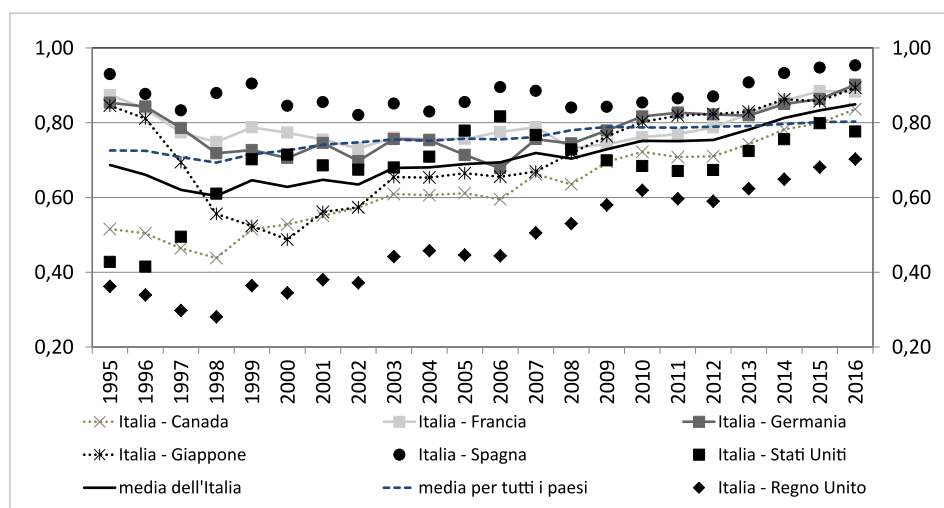
Si è infatti affermato il principio della *cross-border substitutability*, che si declina come *financial substitutability* quando è riferita all'aumento della prontezza con cui gli investitori rispondono alle variazioni dei rendimenti attesi di attività finanziarie denominate in diverse valute.¹⁴

Questa apertura all'esterno dei sistemi economici, che ha reso risparmi e investimenti domestici meno correlati, ha d'altra parte favorito un processo di convergenza nelle scelte di *asset allocation* degli investitori di diversi paesi. La Figura 12 che segue, tratta dallo studio di Caprara et al. (2018), evidenzia la similarità dei portafogli di investimento delle famiglie a livello internazionale. Per ogni paese gli Autori costruiscono le quote rispettive degli strumenti finanziari sul totale delle attività finanziarie e calcolano un indicatore di correlazione di Pearson per le varie coppie di paesi, per gli anni 1995-2016, per

¹⁴ Cfr. Bosworth et al. (2004).

un campione di paesi OCSE. Nella Figura sono riportati i valori delle correlazioni bilaterali dell'Italia e il loro valore medio, insieme al valore medio degli altri paesi. In media, le differenze tra i portafogli delle famiglie italiane e quelli degli altri paesi si sono ridotte: le scelte di investimento delle famiglie italiane sono molto simili a quelle delle famiglie spagnole e, in misura minore, delle famiglie tedesche, mentre resta una certa distanza rispetto alle famiglie di Stati Uniti e Regno Unito. Anche alla luce della crescente similarità dei portafogli di investimento a livello internazionale, appare ragionevole concludere che, nella prospettiva dei mercati finanziari, i cambiamenti demografici in grado di avere un effetto sulle scelte di investimento sono quelli che accadono a livello globale e non quelli che riguardano un singolo paese.

Figura 12 **Similarità dei portafogli delle famiglie: il caso italiano (correlazione di Pearson)**



Fonte Caprara et al. (2018).

4.2. L'invecchiamento della popolazione e i mercati finanziari: una relazione poco chiara

Lo studio dell'impatto dei nuovi scenari demografici sui mercati finanziari è reso complicato dall'elevato numero di variabili simultaneamente in azione e dalla conseguente difficoltà di inserirle in un unico *framework* teorico in grado di tenere conto delle diverse interrelazioni, nonché dall'elevata eterogeneità del comportamento degli investitori e della distribuzione della ricchezza e del risparmio. Le ricerche in materia si sono sviluppate lungo alcune linee di approfondimento, tra le quali quelle di maggiore interesse ai fini del presente lavoro hanno avuto ad oggetto:

- i) la verifica che l'impatto della struttura per età della popolazione sul risparmio aggregato fosse coerente con le previsioni della teoria del ciclo di vita;
- ii) l'influenza della struttura per età della popolazione sui prezzi e sui rendimenti delle attività reali e finanziarie.

Secondo la teoria del ciclo vitale richiamata nel paragrafo 2.2,¹⁵ gli individui esibiscono un tasso di risparmio che aumenta con il reddito, durante la fase lavorativa della vita, e in seguito, negli anni della quiescenza, si riduce fino a diventare negativo. Nel lungo termine, tassi di fecondità decrescenti, che causano la riduzione della quota della popolazione rappresentata da giovani privi di occupazione e di reddito, determinano un aumento del tasso di risparmio aggregato, che resta alto quando la struttura della popolazione si caratterizza per una elevata presenza di adulti occupati, e poi tende a ridursi quando una parte crescente della popolazione raggiunge la fase di quiescenza.

15 Cfr. Modigliani e Brumberg (1954).

Il modello del ciclo di vita è stato esteso da contributi che hanno considerato altri fattori in grado di incidere su consumo e risparmio, come l'incertezza relativa al reddito futuro ed all'aspettativa di vita ("risparmio precauzionale"), vincoli di liquidità e il desiderio di trasferire lasciti ereditari ("risparmio dinamico").

Molte delle estensioni del modello suggeriscono che l'influenza dell'invecchiamento della popolazione sul risparmio possa essere ridotta o addirittura annullata a causa dell'azione di altri fattori, come anticipato sopra. Le evidenze empiriche in generale confermano che i tassi di risparmio aggregati sono influenzati dall'età degli individui e dalla struttura per età della popolazione, risultando così in linea con le previsioni del modello del ciclo di vita. Sussistono tuttavia differenze tra gli studi basati su dati micro, da un lato, e le indagini che prendono in esame dati macro o panel transnazionali, dall'altro. Sebbene molte delle ricerche appartenenti alla prima categoria dimostrino che i tassi di risparmio differiscono tra le varie fasce d'età, l'effetto complessivo dei cambiamenti demografici sul risparmio aggregato sembra sia molto più contenuto rispetto a quanto previsto dalle analisi macro. Questo disallineamento potrebbe essere dovuto all'incapacità degli studi micro-fondati di cogliere gli effetti di interazione intergenerazionale nella determinazione del tasso di risparmio aggregato, o potrebbe essere la conferma della difficoltà di aggregare risultati micro a causa della forte eterogeneità dei comportamenti individuali.¹⁶

Gli studi disponibili sulla relazione tra l'invecchiamento della popolazione e i mercati finanziari, che si riferiscono prevalentemente agli Stati Uniti, hanno preso in considerazione anche il modo in cui l'età degli individui influenza la composizione dei portafogli di investimento. Se l'avanzare dell'età comporta variazioni sistematiche dei portafogli di investimento, e se queste preferenze

16 Per una analisi dei risultati della letteratura, si veda Bosworth et al. (2004), op. cit.

legate all'età rimangono costanti nel tempo, i cambiamenti nella struttura per età della popolazione possono avere effetti importanti sulla domanda di diversi tipi di attività finanziarie e possono quindi influenzare i rendimenti relativi delle diverse *asset class*. Alcuni ricercatori hanno provato ad utilizzare le evidenze microeconomiche relative alla composizione della domanda di attività di gruppi di individui di diversa età per prevedere, attraverso modelli di simulazione, l'influenza di modifiche nella distribuzione per età della popolazione sui prezzi delle attività o sui rendimenti, relativi o assoluti, di ciascuna *asset class*. Altri hanno invece stimato direttamente l'influenza di cambiamenti demografici sui rendimenti o sui prezzi delle attività usando le serie storiche di tali rendimenti come variabili dipendenti, nell'ambito di modelli econometrici in cui le variabili demografiche figurano tra i regressori.¹⁷

Entrambi gli approcci poggiano sulla comune assunzione che individui di età diversa abbiano diverse preferenze in termini di composizione del proprio portafoglio di investimento. Sebbene intuitivamente plausibile, questa posizione non è in linea con i principali modelli teorici di *portfolio allocation*. Secondo il teorema di separazione di Fisher,¹⁸ che è alla base del *capital asset pricing model* (CAPM),¹⁹ tutti gli investitori dovrebbero infatti detenere lo stesso portafoglio di attività rischiose, facendo variare, per raggiungere l'equilibrio desiderato tra rendimento e rischio, solo la frazione della propria ricchezza investita nell'attività priva di rischio. Le analisi di Merton (1969) e Samuelson (1969) considerano la possibilità di investire in un'attività non rischiosa e in un'attività rischiosa che offre un premio per il rischio rispetto al tasso di interesse *risk free*, e stabiliscono che il portafoglio ottimo non dipende

¹⁷ Per una analisi di questa letteratura si veda Poterba (2001) e Davis e Li (2003).

¹⁸ Cfr. Fisher (1930).

¹⁹ Secondo il CAPM, il rendimento atteso di un'attività è una funzione lineare del rendimento *risk free* e del rischio sistematico dell'attività stessa, moltiplicato per il premio al rischio del mercato. Cfr. Sharpe (1964), Treynor (1962), Lintner (1965a) e Lintner (1965b).

dalla lunghezza della vita attesa degli investitori.

Questa impostazione teorica non è coerente con quanto è dato osservare nella prassi della consulenza finanziaria:²⁰ i consulenti finanziari raccomandano strategie di allocazione, che ripartiscono la ricchezza prevalentemente tra tre *asset class* – *cash*, azioni e obbligazioni – più complicate di quelle indicate dal teorema di separazione, e basano le loro raccomandazioni sulla considerazione che l'orizzonte temporale e la tolleranza al rischio dell'investitore dovrebbero invece influenzare la composizione del portafoglio. In particolare, investitori più giovani, con un orizzonte temporale più lungo e in grado, perciò, di sopportare la volatilità del mercato, dovrebbero seguire strategie di investimento più aggressive, privilegiando l'investimento azionario, per poi gradualmente ridurre la percentuale del loro portafoglio detenuta in attività rischiose all'aumentare della loro età, quando l'*asset mix* dovrebbe caratterizzarsi per un marcato "orientamento verso il reddito"²¹. In generale, l'evidenza empirica suggerisce che l'allocazione di portafoglio varia in base all'età degli investitori, ma i risultati non sono univoci e fanno osservare talvolta uno scostamento dai più popolari consigli di investimento, altre volte dai principi dell'ottimizzazione di portafoglio impliciti nella teoria di Merton e Samuelson.

Poterba (2001) analizza la relazione tra la struttura per età della popolazione e i rendimenti di azioni e obbligazioni. Sebbene i modelli teorici prevedano che i rendimenti delle attività finanziarie varino in risposta a cambiamenti della struttura per età della popolazione, l'indagine non trova una evidenza robusta di supporto. In particolare, la quota di patrimonio investita in azioni

20 Cfr. Canner et al. (1997).

21 In linea con questa impostazione, i cosiddetti fondi *life-cycle* propongono una *asset allocation* che dipende dall'anno in cui è previsto il pensionamento dell'investitore. La ricerca precedente ha esaminato questo tipo di fondi usando tecniche di ottimizzazione dinamica per valutare l'*asset allocation* ottimale nel corso del ciclo di vita. Cfr. Soto et al. (2004).

crebbe fino all'età di 55-59 anni, per poi diminuire successivamente. Tuttavia, il calo è molto limitato dopo i 60 anni, dato che il peso delle azioni ordinarie sul totale della ricchezza netta non scende mai al di sotto di quello osservato per la fascia di età 45-49 anni. Questo risultato non è coerente con l'invito, tipicamente rivolto dai consulenti ai loro clienti, a ridurre la percentuale di patrimonio investita in azioni con l'aumentare dell'età. Né questo risultato è coerente con le implicazioni derivanti dalla teoria della finanza (Merton, 1969 e Samuelson, 1969), secondo la quale la quota di portafoglio detenuta in attività rischiose non dipende dall'età. Secondo i risultati dello studio, il rendimento dei *Treasury bill* si riduce con l'aumento della frazione della popolazione di età compresa tra 40 e 64 anni, presumibilmente la parte della popolazione che risparmia di più in vista del pensionamento.

Sia Poterba (2001) che Davis e Li (2003) segnalano una serie di studi nei quali trova conferma l'esistenza di un impatto statisticamente significativo della struttura per età della popolazione su prezzi e rendimenti delle attività finanziarie. Tra questi spiccano i lavori di Yoo (1994), sulla relazione tra i rendimenti delle azioni, delle obbligazioni e dei *Treasury bill* e la struttura per età della popolazione americana, e di Brooks (1998), sui prezzi delle azioni in 14 paesi dell'OCSE. Yoo (1994) osserva che al crescere della quota della popolazione in età lavorativa si accompagna una riduzione dei rendimenti dei *Treasury bill*, sebbene i suoi risultati siano meno conclusivi per quanto riguarda l'impatto della struttura per età della popolazione sui rendimenti delle attività più rischiose. Brooks (1998) invece riscontra che la quota di popolazione di età compresa tra i 40 e i 65 anni è positivamente correlata con i prezzi delle azioni in 11 dei 14 Paesi inclusi nel suo studio.

Davis e Li (2003) utilizzano dati panel relativi ai rendimenti osservati in 7 grandi paesi OCSE per stimare l'influenza dei cambiamenti demografici del

dopoguerra sulle variazioni annuali dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni a lungo termine. I risultati fanno osservare che i prezzi delle azioni aumentano significativamente con l'aumento della percentuale di popolazione di età compresa tra i 20 e i 39 anni, da un lato, e tra i 40 e i 64 anni, dall'altro. Negli Stati Uniti, l'effetto della quota di popolazione tra i 40 e i 64 anni è sei volte superiore a quello della componente di popolazione tra i 20 e i 39 anni, indicando che i prezzi delle azioni sono particolarmente sensibili alla percentuale della popolazione adulta che si trova nella seconda metà della carriera lavorativa, in cui plausibilmente una maggiore componente del reddito può essere destinata al risparmio. L'aumento della quota di popolazione tra i 20 e i 39 anni tende ad essere associato ad un incremento dei rendimenti obbligazionari, mentre gli aumenti della frazione di popolazione tra i 40 e i 64 anni riducono significativamente i rendimenti obbligazionari a lungo termine, presumibilmente perché queste famiglie ad alto tasso di risparmio vogliono detenere obbligazioni a lungo termine nel proprio portafoglio di investimenti.

5. Conclusioni e proposta di policy: “il fondo di cash forward”

I trend demografici sono uno dei principali elementi descrittivi di un determinato paese o area geografica e ne determinano inequivocabilmente le prospettive future, sia dal punto di vista sociale che economico. Il lavoro fornisce una serie di elementi di analisi sulle prospettive del paese e del suo sistema finanziario alla luce degli attuali trend demografici italiani.

Una popolazione sempre più anziana, nuclei familiari sempre più piccoli, il consolidarsi del processo di abbandono delle aree rurali e delle aree interne sono alcuni dei fenomeni che rendono evidente la necessità di adottare politiche sociali ed economiche di lungo respiro che mirino, da un lato, ad invertire alcuni dei trend strutturali che caratterizzano la nostra economia e, dall'altro, a fornire alla popolazione nuove e più specifiche forme di welfare. In questa direzione, incentivi alla natalità adottati in paesi vicini, come la Francia, con l'introduzione del quoziente familiare ai fini fiscali e la possibilità di detrarre lo stipendio (e non solo i contributi) delle baby sitter regolarmente assunte andrebbero nella giusta direzione. Con ogni probabilità, nel futuro prossimo sarà comunque necessario attivare forme di partenariato tra pubblico e privato, valorizzare maggiormente le risorse esistenti nel terzo settore, creare diverse e più potenti forme di assistenza sociale e sanitaria che accompagnino una popolazione in grande cambiamento.

Nel contempo il sistema paese non potrà restare fermo; ad esempio piuttosto che cedere talenti e forza lavoro qualificata dovrà cercare di attrarli, puntando anche a valorizzare il fenomeno dell'immigrazione, affinché porti valore e energie nuove; l'effetto negativo di una riduzione e di un invecchiamento della popolazione sulla crescita e sulla sostenibilità degli stili di vita potrà

essere compensato dai progressi tecnologici e dalla capacità innovativa solo a condizione di saper cogliere appieno queste opportunità.

In questo contesto il sistema finanziario avrà un ruolo chiave e duplice: per un verso dovrà innovare per preservare la propria competitività, per un altro dovrà assecondare le esigenze di una popolazione che cambia. Sarà ad esempio fondamentale la capacità del sistema finanziario di fornire prodotti e servizi in grado di assicurare la tutela del risparmio e soprattutto il suo trasferimento nel tempo.

Nel sistema finanziario entreranno inoltre nuovi operatori, alcuni di questi potranno avere un ruolo nell'allocazione del risparmio e nel trasferimento di quest'ultimo nel tempo. Per ora la rivoluzione digitale-fintech ha avuto effetti enormi in alcuni comparti, come quello dei pagamenti, molto meno nel settore del risparmio gestito e delle assicurazioni; è presumibile che nel futuro prossimo anche questi comparti così strategici per il paese saranno investiti da una profonda trasformazione.

Una delle principali conclusioni del lavoro è che con ogni probabilità nel futuro prossimo sarà necessario assicurare un maggiore saggio di risparmio nel corso della intera vita lavorativa attiva delle persone; questo perché calerà progressivamente il contributo della pensione pubblica obbligatoria e aumenterà l'aspettativa di vita e con essa la necessità di cure ed assistenza. Tuttavia, in assenza di politiche economiche e sociali adeguate, oltre che dei corretti incentivi, sarà difficile sostenere questa crescita. Peraltro, proprio la fascia della popolazione più debole (per esempio quella meno tutelata dalla previdenza obbligatoria) è quella per cui è più complesso innalzare il saggio di risparmio e dunque la possibilità di differire capacità di consumo e di spesa nel tempo.

Per questo motivo, si ritiene essenziale lavorare per il rafforzamento della consapevolezza e della cultura finanziaria della popolazione, perché possano

essere prese decisioni di risparmio e di allocazione finanziaria che possano consentire il mantenimento di un tenore di vita dignitoso nel corso di tutta la vita. Inoltre, occorre creare un sistema che incentivi la creazione di forme aggiuntive, rispetto a quelle attualmente esistenti, di risparmio previdenziale.

Alcuni recenti interventi hanno introdotto nel nostro paese incentivi ad una maggiore partecipazione dei cittadini ai mercati finanziari, nel tentativo di mettere maggiori risorse a disposizione dell'economia reale.²² Misure come i PIR, i PIR alternativi e gli ELTIF, e gli incentivi fiscali all'investimento in start up innovative hanno avvicinato una parte di nuovi investitori al risparmio gestito e ai mercati finanziari. Come abbiamo visto il ruolo della previdenza complementare e integrativa e delle assicurazioni è cresciuto negli ultimi 15 anni in modo rilevante. Si osserva una maggiore attenzione, all'interno delle scelte di allocazione delle risorse disponibili da parte di questi investitori istituzionali, ai mercati pubblici e privati dei capitali, rispetto alle tradizionali asset class del real estate e dei titoli di Stato.

Come ulteriore contributo alla formazione di una maggiore consapevolezza e sensibilità nel paese alle future crescenti esigenze in tema di risparmio previdenziale destinato a supportare la più lunga fase della quiescenza, potrebbe quindi valutarsi la proposta di un nuovo patto sociale tra cittadini-consumatori e Stato che porti alla creazione di un fondo pensionistico pubblico integrativo (che chiameremo "il fondo di cash forward"), alimentato da spese di consumo; i consumi attuali potrebbero infatti finanziare l'accumulazione di risparmio, ad esempio aumentando dell'1% l'aliquota IVA ma destinandone il doppio (2%, di cui 1% a carico del cittadino e 1% a carico dello Stato e quindi della fiscalità generale) all'accumulazione di risparmio previdenziale.

Nei fatti, si tratterebbe di utilizzare l'infrastruttura tecnologica pubblica

22 Cfr. Di Giorgio e Murro (2021).

già esistente e adoperata negli anni precedenti per il cosiddetto “cash back”, rovesciandone però la prospettiva e trasformandola in “cash forward”. Ogni acquisto di beni e servizi effettuato con mezzi di pagamento elettronico registrati consentirebbe al cittadino-consumatore di accumulare il 2% del valore speso in previdenza integrativa.

Inoltre, per ogni strumento di pagamento registrato sul sistema (nel caso concreto potrebbe essere utilizzata l'app IO, sezione portafoglio) il titolare potrebbe decidere di incrementare la percentuale versata, alimentando in misura volontaria la propria posizione presso “il fondo cash forward”.

Un sistema così congeniato consentirebbe di sopperire, almeno parzialmente, alla graduale riduzione della copertura previdenziale di primo pilastro collegata al passaggio al sistema pensionistico contributivo puro che garantisce assegni e prestazioni di molto inferiori al sistema previdenziale vigente.

In sostanza, si creerebbe una previdenza integrativa mista in parte obbligatoria (il 2% di ogni acquisto effettuato con strumenti di pagamento elettronico) e in parte volontaria (con le scelte di destinare quote in somma fissa o in percentuale ad ogni acquisto), che verrebbe alimentata dai consumi e non dal reddito. In questo modo ne beneficerebbero in misura maggiore anche soggetti più fragili dal punto di vista previdenziale come i giovani che hanno profili reddituali scarsi, ma scelte di consumo spesso supportate da mezzi economici messi a disposizione da genitori o altri parenti (si pensi all'utilizzo delle carte prepagate o ai wallet elettronici ricaricabili).

Gli impatti sulla finanza pubblica sarebbero limitati ad un punto percentuale in meno di IVA: tuttavia il minore gettito corrente sarebbe interamente destinato a finanziare spesa e consumi (e quindi gettito IVA) futuri²³.

23 I vincoli a oggi esistenti in tema di finanza pubblica non fanno ritenere opportuno il finanziamento di questa misura attraverso debito pubblico; le eventuali minori entrate andrebbero pertanto finanziate identificando in anticipo le relative coperture.

L'effetto sui consumi sarebbe ambiguo perché l'aumento dell'aliquota IVA avrebbe certamente un impatto sulla propensione al consumo che potrebbe tuttavia essere compensato dall'effetto "boost" che dipenderebbe dal valore attribuito dal consumatore al contributo pubblico fornito alla propria previdenza integrativa. Il risultato netto potrebbe addirittura essere positivo sui consumi correnti, almeno per una frazione della popolazione.

La creazione del "fondo di cash forward" avrebbe inoltre conseguenze positive sulla riduzione dell'utilizzo del contante: infatti, le spese in contante non beneficerebbero del contributo pubblico di pensione integrativa e sarebbero penalizzate dall'aumento dell'1% del costo di beni e servizi causato dall'aumento dell'IVA; di contro, il pagamento con strumenti elettronici consentirebbe di accantonare il 2% del consumo in beneficio pensionistico futuro. Peraltro, la fascia di popolazione che più utilizza gli strumenti di pagamento elettronico, ovvero quella più giovane, è esattamente quella per cui la previdenza pubblica esistente appare oggi insufficiente in termini prospettici; si realizzerebbe quindi la desiderabile situazione per cui gli attuali giovani sarebbero la fascia di popolazione ad alimentare in misura relativamente maggiore la propria posizione nel "fondo di cash forward" il cui livello di accumulazione e performance sarebbero visibili in tempo reale da ciascun sottoscrittore.

Da ultimo, anche il sistema finanziario domestico godrebbe di esternalità positive: la gestione di un nuovo fondo pubblico a contribuzione mista obbligatoria – volontaria, alimentata da consumi e non da reddito, potrebbe essere assegnata con gara pubblica a gestori selezionati, da rinnovare periodicamente. Inoltre, l'incremento nell'utilizzo di strumenti di pagamento elettronici avrebbe un generale effetto positivo sui ricavi commissionali degli intermediari e ridurrebbe ulteriormente i costi legati alla gestione del contante. Il sistema finanziario del paese e lo sviluppo stesso della piazza finanziaria italiana ne

trarrebbero benefici.

Nel complesso le esternalità positive di un sistema così congeniato sembrerebbero evidenti e potrebbe essere il caso di approfondirlo ulteriormente, analizzandone le implicazioni con simulazioni di natura quantitativa. L'allineamento degli interessi dello Stato, dei cittadini e di tutti gli *stakeholder* coinvolti appare pressoché perfetto, con un'ottica di lungo periodo e di generale rafforzamento della tenuta economica e sociale del paese.

Al di là dell'implementazione di un sistema simile a quello proposto, il presente lavoro si è proposto di mostrare con la massima chiarezza possibile l'esigenza di effettuare scelte di lungo periodo e in grado di influenzare positivamente le dinamiche demografiche, la cultura finanziaria del paese e i suoi livelli di inclusione finanziaria nonché la capacità di accumulazione di risparmio previdenziale. Solo in questo caso sarà possibile - per i cittadini italiani e soprattutto per le generazioni future - vivere in condizioni sostenibili di benessere.

Riferimenti bibliografici

- [1] AA.VV. (2005), *Ageing and pension system reform: implications for financial markets and economic policies*, A report prepared at the request of the Deputies of the Group of Ten by an experts group chaired by Ignazio Visco, Central Manager for International Affairs at the Banca d'Italia, September, disponibile al link:
- [2] https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-rapporti/2005-g10/Pension_report_final_Oct03_05.pdf
- [3] Assogestioni (2021), *Osservatorio sui sottoscrittori di fondi comuni*, Dicembre.

- [4] Banca d'Italia – ISTAT (2022), *La ricchezza dei settori istituzionali in Italia: 2005-2020*, 22 gennaio 2018.
- [5] Banca d'Italia (2022), *Banche e Istituzione finanziarie: articolazione territoriale*, 31 marzo 2022.
- [6] Bianco M., Marconi D., Romagnoli A. e Stacchini M. (2022), Challenges for financial inclusion: the role for financial education and new directions, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, N. 723.
- [7] Bosworth B.P., Bryant R. C., Burtless G. (2004), The impact of aging on financial markets and economy: a survey, *Center for Retirement Research at Boston College, Working Paper*, disponibile al link <https://crr.bc.edu/working-papers/the-impact-of-aging-on-financial-markets-and-the-economy-a-survey/>.
- [8] Brooks R. J. (1998), *Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions*. Yale University Ph.D. dissertation. New Haven, CT: Yale University Department of Economics, September.
- [9] Canner N., Mankiw, N. G. e Weil, D. N. (1997), An Asset Allocation Puzzle. *American Economic Review*, 87 (March), 181-91.
- [10] Caprara D., De Bonis R., Infante L. (2018), La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Novembre.
- [11] Covip (2022), *Relazione per l'anno 2021*.
- [12] Curcio D., Di Giorgio G. (2015): “L’intermediazione assicurativa tra nuove regole e compliance”, *Rivista di Politica Economica*.
- [13] D'Alessio G., De Bonis R., Neri A., Rampazzi C. (2020), Financial literacy in Italy: the results of the Bank of Italy's 2020 survey, *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, n. 588, December.
- [14] Davis E. P., Li C. (2003), Demographic and Financial Asset Prices in the Major Industrial Economies, Brunel University Department of Economics and Finance *Discussion Paper* #03-07. London: Brunel University.
- [15] Di Giorgio G., P. Murro (2021): “Le PMI e la sfida della crescita”, *Analisi*

Giuridica dell'Economia, 1.

- [16] Fisher I. (1930), *The Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it*, Macmillan, New York.
- [17] Gomel G. (coordinatore) et al., (2011), Inclusionione finanziaria le iniziative del G20 e il ruolo della Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Luglio.
- [18] ISTAT (2022), *Previsioni della popolazione residente e delle famiglie*, Settembre.
- [19] IVASS (2022), *Relazione sull'attività svolta dall'istituto nell'anno 2021*.
- [20] Lintner J. (1965a), The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*. February, 47, 13–37.
- [21] Lintner J. (1965b), Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification, *Journal of Finance*, December, 20, 587–615.
- [22] Merton R. C. (1969), Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case, *Review of Economics and Statistics*, 51 (August), 247–57.
- [23] Modigliani F., Brumberg R. H. (1954), Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data, in Kurihara K. K. (ed.), *PostKeynesian Economics*, New Brunswick, NJ. Rutgers University Press, 388–436.
- [24] Modigliani F. (1986), “Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations”, Nobel Lecture delivered in Stockholm 1985, *The American Economic Review*, vol. 76.
- [25] Modigliani F. (1988), “The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2.
- [26] Poterba J. M. (2001), Demographic Structure and Asset Returns, *Review of Economics and Statistics*, 83, November, 565–584.
- [27] Profeta P. (2019), Gender gaps in the Italian economy and the role of public policy, *Economia Italiana*, n. 3.

- [28] Reiter G., Goujon A., Testa M. R. (2022), “Italy’s population prospects: comparing scenarios in 2030, 2050, 2070”, in *Economia Italiana*, n. 3/2022, ISSN: 0392-775X.
- [29] Samuelson P. (1969), Lifetime Portfolio Selection by Stochastic Dynamic Programming, *Review of Economics and Statistics*, 51 (August), 239-46.
- [30] Sharpe W. F. (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*. September, 19, 425–42.
- [31] Soto M., Triest R. K., Golub-Sass A., Golub-Sass F. (2004), An assessment of lufe-cycle funds, Center for Retirement Research at *Boston College*, *Working Paper*, disponibile al link <https://crr.bc.edu/working-papers/an-assessment-of-life-cycle-funds/>.
- [32] Treynor J. L. (1962), *Toward a Theory of Market Value of Risky Assets*, disponibile ai seguenti link: <https://ssrn.com/abstract=628187> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.628187>.
- [33] Yoo P. S. (1994), Age Dependent Portfolio Selection. *Working Paper* 94-003A. St. Louis, MO: Federal Reserve Bank of St. Louis, 1994.

PARTNER ISTITUZIONALI



BUSINESS PARTNER



SOSTENITORI

Allianz Bank F.A.

Assonime

Banca Aletti

Banca d'Italia

Banca Profilo

Cassa Depositi e Prestiti

Confcommercio

Confindustria Piacenza

CONSOB

ENEL

Gentili & Partners

Investire SGR

ISTAT

Kuwait Petroleum Italia

Leonardo

Natixis IM

Oliver Wyman

SACE

Sisal

TIM

Unicredit

Ver Capital

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento ordinario per il 2023

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 120,00 causale: MBI23	€ 90,00 causale: EII23	€ 170,00 causale: MBEII23
Canone Annuo Estero	€ 175,00 causale: MBE23	€ 120,00 causale: EIE23	€ 250,00 causale: MBEIE23
Abbonamento WEB	€ 70,00 causale: MBW23	€ 60,00 causale: EIW23	€ 100,00 causale: MBEIW23

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 60,00 / € 10,00** digitale

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

ECONOMIA ITALIANA 2022/3

Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano

Questa edizione di *Economia Italiana* – editor **Giorgio Di Giorgio e Maria Rita Testa**, entrambi della Luiss – analizza le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione in Italia. Come scrivono gli editor, *“L'Italia non è un paese per giovani”*. Negli anni a venire gli anziani sono destinati a diventare più di un terzo della popolazione, mentre i giovani dovrebbero ridursi a poco più di un decimo rispetto a una popolazione che - nel prossimo cinquantennio a seconda di diversi autorevoli scenari centrali previsti - perderà dai cinque ai diciassette milioni di individui. *“L'impatto sulla società sarà dirompente non solo per il cambiamento atteso futuro ma anche perché ad oggi le avvenute trasformazioni demografiche si sono scontrate con ben pochi risultati concreti e molto silenzio da parte delle istituzioni preposte a rispondere a siffatto cambiamento”*.

Il primo contributo, di **Claudia Reiter, Anne Goujon e Maria Rita Testa**, mette in evidenza le future tendenze demografiche italiane: ***Italy's population prospects: future scenarios for the 21st century***. Il saggio di **Lilia Cavallari, Flavio Padrini, Nicola Salerno e Lorenzo Toffoli** analizza l'impatto del potenziale aumento della spesa per le cure e per il welfare nel nostro paese, ***Ageing and the sustainability of public finance***. Due contributi sono dedicati esplicitamente al tema delle pensioni. **Carlo Lallo e Sergio Ginebri** trattano ***Gli effetti regressivi inattesi del sistema pensionistico italiano nel prossimo futuro***. Il lavoro di **Elisa Bocchialini e Beatrice Ronchini** si occupa delle forti disparità di genere nei trattamenti pensionistici italiani, ***Il gender gap pensionistico: evidenze e prospettive dalla previdenza complementare***.

Il volume si chiude con il saggio di **Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio e Giuseppe Zito**, ***Scenari demografici, risparmio e sistema finanziario italiano***, che contiene anche una proposta per sostenere le pensioni di chi non ha possibilità di versare adeguati contributi.

Completano il volume l'intervento di **Stefano Micossi**, ***Le questioni di politica economica sempre rinviate*** e la rubrica di **Marco Valerio Morelli**, ***Il sistema pensionistico italiano appare non sostenibile nella società “silver” di domani***.

ECONOMIA ITALIANA nasce nel 1979 per approfondire e allargare il dibattito sui nodi strutturali e i problemi dell'economia italiana, anche al fine di elaborare adeguate proposte strategiche e di *policy*. L'Editrice Minerva Bancaria si impegna a riprendere questa sfida e a fare di *Economia Italiana* il più vivace e aperto strumento di dialogo e riflessione tra accademici, *policy makers* ed esponenti di rilievo dei diversi settori produttivi del Paese.