

This is the peer reviewed version of the following article:

Marotta, Giuseppe. "Sostenibilità finanziaria e rischio politico degli schemi pensionistici a contribuzione definita: una prospettiva macroprudenziale" Working paper, CEFIN (Centro Studi di Banca e Finanza) - Dipartimento di Economia Aziendale - Università di Modena e Reggio Emilia, 2011.  
[https://doi.org/10.25431/11380\\_653436](https://doi.org/10.25431/11380_653436)

CEFIN (Centro Studi di Banca e Finanza) - Dipartimento di Economia Aziendale - Università di Modena e  
*Terms of use:*

The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. For all terms of use and more information see the publisher's website.

08/05/2026 12:21

(Article begins on next page)

## **SHORT NOTES SERIES**

**N. 10**

**Sostenibilità finanziaria e rischio politico degli schemi pensionistici  
a contribuzione definita: una prospettiva macroprudenziale**

Giuseppe Marotta

(Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin)

**Giugno 2011**

**Sostenibilità finanziaria e rischio politico degli schemi pensionistici a contribuzione  
definita: una prospettiva macroprudenziale\***

**Giuseppe Marotta<sup>§</sup>**

Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin

**1. Introduzione e principali conclusioni**

La tesi che cerco di argomentare in questa nota è che, in un approccio macroprudenziale (Filosa e Marotta, 2011), il rischio politico sia divenuto un fattore cruciale nel condurre un esercizio di *stress testing* che tenga conto del ruolo delle pensioni – pubbliche e private – nel sistema finanziario di un paese avanzato. Per rischio politico intendo il rischio che le norme di funzionamento degli schemi pensionistici, pubblici e privati, e in particolare quelle che individuano chi contribuisce e quanto, possano essere modificate dai decisori politici per ottenere maggiore consenso, attingendo a maggiori risorse pubbliche. In quest’accezione non comprendo il rischio per lo Stato che fornisce garanzie, a fronte della corresponsione di premi “assicurativi”, per rendimenti predeterminati su linee d’investimento dei fondi pensione, come ad esempio recentemente proposto in Grande e Visco (2010).

Le ragioni di fondo sono quattro:

i. la sostenibilità finanziaria di schemi pensionistici pubblici contributivi e di fondi pensione privati a contribuzione definita non è motivo sufficiente (e quindi non è credibile) per evitare il ricorso all’intervento pubblico quando le rendite pensionistiche siano “troppo” basse relativamente alle norme sociali accettate (esempio di incoerenza intertemporale);

ii. la dimensione comparativamente elevata di fondi pensione a beneficio definito o ibridi (con garanzie di rendimento) rispetto ai mercati finanziari nazionali crea un potenziale problema di *too-big-to-fail*;

iii. il potenziale ricorso alla spesa pubblica accresce le passività fuori bilancio, con effetti di retroazione sul rischio sovrano, rischio accresciutosi in tutti i paesi avanzati per gli effetti diretti e indiretti della crisi subprime;

---

\* Il testo rielabora l’intervento del 27 maggio 2011 a Bergamo alla tavola rotonda del convegno conclusivo del progetto PRIN 2007 su *The impact of population ageing on financial markets, intermediaries, and financial stability*.

<sup>§</sup> [giuseppe.marotta@unimore.it](mailto:giuseppe.marotta@unimore.it).

iv. per contrastare dinamiche insostenibili del rapporto debito pubblico/PIL possono accrescersi le pressioni perché i fondi pensione, in quanto investitori istituzionali con orizzonte a medio-lungo termine, allochino parte delle loro risorse per favorire la crescita dell'economia, con una significativa innovazione sul ruolo di investitore di portafoglio.

La combinazione di questi quattro aspetti ha come esito un coinvolgimento diretto e indiretto delle finanze pubbliche per garantire rendite pensionistiche minime (di origine pubblica e privata) politicamente accettabili. Ciò solleva il tema, sul piano della trasparenza e dell'adeguata informazione finanziaria per i contribuenti/pensionandi, sulla validità dell'articolazione della previdenza sui tre pilastri emersa a partire dagli anni '80 e '90.

Un secondo aspetto problematico è quanto le politiche di investimento dei fondi pensione privati possano e debbano essere ripensate a causa dell'indebolimento della nozione di titoli pubblici come *risk free assets* e del ridotto *equity risk premium* (ERP) anche su *holding periods* prolungati, sperimentato nell'ultimo trentennio.

I paragrafi 2-5 trattano i punti sub i-iv; il paragrafo 6 si sofferma sui temi della gestione del portafoglio con un ridotto *equity risk premium*; il paragrafo 7 trae alcune implicazioni sull'educazione finanziaria e su esercizi di *macrostress testing*.

## **2. Sostenibilità finanziaria ma pensioni “troppo” basse**

Uno schema pensionistico privato a contribuzione definita è per definizione finanziariamente sostenibile, perché il valore del montante finale, generato dai contributi versati dal pensionando (più quelli del suo datore di lavoro, nel caso dei fondi negoziali) nonché dai rendimenti maturati investendo sui mercati finanziari, è equivalente al valore scontato delle rendite pensionistiche determinate con metodi attuariali tenuto conto della speranza di vita. Un sistema pensionistico pubblico, a ripartizione, basato sul metodo contributivo, come quello adottato nel corso degli anni '90 da diversi paesi, tra cui la Svezia e l'Italia, in linea di principio replica in modo virtuale un sistema privato a contribuzione definita, perché lega la pensione ai contributi versati. La differenza cruciale è che la sostenibilità finanziaria è compromessa se il tasso di rendimento promesso, che non dipende dall'andamento dei mercati ma è un parametro determinato per legge, è incompatibile con il ritmo di creazione di ricchezza del paese, e quindi con i contributi raccolti dai lavoratori attivi.

Anche nel caso di adesione universale ai fondi pensione privati, comunque, un ridotto periodo di contribuzione, legato a un'occupazione ritardata e/o a un'uscita anticipata dal mercato del lavoro e/o a una carriera discontinua possono risultare in rendite pensionistiche inferiori a livelli di sussistenza socialmente accettabili.

Tuttavia, se il tasso di adesione ai fondi rimane basso, in particolare proprio tra le categorie maggiormente a rischio nel mondo delle pensioni pubbliche, aumentano i rischi di un'adeguata integrazione alla pensione pubblica fornita dai fondi pensione privati.

Sia nel caso delle pensioni pubbliche sia in quello delle pensioni private è quindi presente un rischio politico, date le pressioni sul piano del consenso perché le pensioni complessivamente percepite non cadano al di sotto di soglie socialmente accettabili, grazie al ricorso a risorse pubbliche. Si tratterebbe di un classico caso di politiche temporalmente incoerenti, nel senso che gli impegni nei confronti dei contribuenti incorporate negli schemi pensionistici pubblici e privati sono successivamente modificate.

### **3. Fondi pensione too big to fail**

Per fondi pensione a beneficio definito, con attivi aggregati che superano il PIL annuale in paesi come Norvegia e Olanda o con quote prossime o superiori alla metà del PIL, in paesi come Regno Unito e Irlanda, è lecito presumere che condizioni patrimoniali che non consentano di soddisfare gli impegni presi nei confronti di un numero elevato di beneficiari/elettori creino aspettative per interventi di garanzia da parte dell'operatore pubblico, specie quando non sia possibile ricorrere a risorse supplementari fornite dalle imprese sponsor dei fondi.

L'elevata dimensione degli attivi anche dei fondi pensione a contributo definito, come è il caso di altri paesi europei, relativamente alle transazioni in titoli pubblici e azioni sui mercati finanziari nazionali, può sollevare problematiche analoghe, specie per le gestioni ibride, ovvero con rendimenti garantiti.

Promesse implicite d'intervento a favore dei fondi pensione, a contributo o a beneficio definito, possono nascere nell'ambito di impegni impliciti delle autorità per incentivare interventi di stabilizzazione delle quotazioni in situazioni di mercati illiquidi e di *herding behavior* degli investitori con orizzonti a breve termine, da parte dei fondi pensione operanti da *contrarians*.

#### **4. Rischio politico, rischio sovrano e fiducia**

Il rischio politico sulle pensioni, per i suoi effetti su potenziali passività fuori bilancio dei bilanci pubblici e quindi sul rating sovrano, ha ricadute dirette sulla solidità patrimoniale dei fondi pensione, tramite il canale valutazione del portafoglio dei titoli pubblici e corporate, e indirette, tramite il canale fiducia negli impegni dei fondi stessi per le linee a rendimento garantito. Gli effetti su titoli pubblici sono di particolare rilievo data l'elevata quota dei portafogli investiti nei titoli pubblici nazionali, per consuetudine o per normativa regolamentare, e il deterioramento dello status di *risk free asset* per i titoli governativi anche di paesi avanzati finora con rating AAA e outlook stabile (per usare la terminologia di Standard&Poor's).

Questi sviluppi mettono in dubbio la praticabilità della regola del pollice, secondo cui un'allocatione di portafoglio *life-cycle* vedrebbe la quota investita in titoli pubblici *risk free* crescere con l'età, per garantirsi una minore variabilità dei rendimenti all'avvicinarsi dell'età pensionabile. Approcci semplici(stici), pur se consuetudinari, nell'allocatione strategica di portafoglio sono messi in discussione da un probabile minore ruolo a fini regolamentari attribuito ai rating, condiviso dalle riforme sulla finanza post-crisi subprime. Un esempio ovvio è quello della soglia *investment grade*, che sinora ha creato una distinzione netta tra il comparto dei titoli più e meno rischiosi, con effetti di azzardo morale per i gestori e gli investitori esentati anche psicologicamente dal porsi domande sulla validità di quella distinzione.

Un accresciuto rischio sovrano potrebbe ulteriormente generare fenomeni di rischio politico se, per schermarsi dal primo, si dovesse ridurre la propensione all'investimento in quello strumento, accrescendo quindi il costo di finanziamento dello Stato, con conseguenti ricadute negative sulla sostenibilità del debito pubblico.

#### **5. Fondi pensione come finanziatori a medio-lungo termine in attività reali**

Dinamiche insostenibili del debito pubblico possono essere contrastate se cresce il PIL. Se la crescita è correlata positivamente a investimenti a medio-lungo termine, perché possono meglio incorporare innovazioni tecnologiche, i fondi pensione, intermediari a prova di *run* da parte dei loro datori di fondi, a differenza delle banche e di investitori istituzionali che raccolgono a breve termine, sono i candidati naturali a operare come finanziatori "per lo sviluppo". Ciò potrebbe avvenire anche senza porsi come finanziatori diretti, ad esempio con

acquisizioni di immobili o di partecipazioni di controllo in imprese o venendo coinvolti nel *project financing* di infrastrutture, ma restando nell'ambito di investimenti delegati a fondi di *private equity* e di *venture capital*.

Nel caso italiano, un elemento che potrebbe rendere meno percorribile la seconda modalità, più coerente con la filosofia di distinguere tra raccolta di contributi e allocazione strategica in capo al fondo e scelte di merito specifiche a professionisti di mercato all'interno delle linee d'investimento disponibili, è la relativa scarsità di operatori e/o strumenti in questi settori.

Un *home bias* imposto politicamente, così da limitare l'orizzonte geografico dell'investimento delle risorse dei fondi pensione, privati in senso stretto o gestiti in modo privatistico da enti pubblici (ad es., nel caso italiano, l'INPS o lo stesso MEF, per il TFR maturando non conferito esplicitamente ai fondi privati), accrescerebbe il rischio politico di pressioni a investire anche per fronteggiare nell'immediato – nel momento cioè in cui occorre acquisire o mantenere il consenso - crisi di particolari settori/imprese, prescindendo da adeguate prospettive di redditività e rinviando nel tempo il problema di come fronteggiare l'emersione di potenziali perdite.

## **6. Equity risk premium come incentivo all'adesione ai fondi pensione**

Uno dei fattori principali a favore dell'adesione a fondi pensione è l'abbattimento dei costi di partecipazione del singolo investitore a mercati azionari, così da poter beneficiare dell'extra rendimento – *equity risk premium* (ERP) – proprio di uno strumento più rischioso, perché con rendimenti più variabili, rispetto a strumenti meno rischiosi ma perciò meno redditizi, come titoli pubblici *risk free* perché emessi da paesi avanzati. Su dati risalenti all'inizio dello scorso secolo l'extrarendimento rispetto a titoli pubblici a lungo termine è risultato pari in media a 4,5 punti percentuali negli USA e 3,9 nel Regno Unito (Dimson *et al.* 2011). Un secondo dato stilizzato è che, almeno negli USA, un *holding period* almeno ventennale anni ha consentito in media di ottenere un rendimento reale positivo per l'investimento azionario (Dimson *et al.* 2002)<sup>1</sup>. Da qui il vantaggio dell'adesione ai fondi pensione: possibilità di godere dell'ERP proprio perché l'orizzonte temporale tipico del sottoscrittore supera i venti anni.

---

<sup>1</sup>Nel caso italiano, neanche un quarantennio sarebbe stato sufficiente (Marotta 2007).

Dimson *et al.* (2011) mostrano tuttavia che, considerando il caso USA tra il 1980 e il 2010, gli investitori in titoli pubblici americani hanno ottenuto un rendimento annualizzato, in termini reali, pari in media al 6%, poco inferiore al 6,3% dell'investimento azionario; risultati simili si sono avuti per il Regno Unito, dove il rendimento dei titoli pubblici è stato del 6,3%. Su un orizzonte comune 1986-2010, l'ERP medio realizzato è stato pari a 0,9% negli USA e 1% nel Regno Unito; è addirittura negativo, -0,8%, considerando portafogli azionari e obbligazionari per 19 paesi, ponderando nel primo caso per la capitalizzazione di mercato e nel secondo con il PIL, e convertendo nella stessa valuta (dollaro) (vedi Figura 1). Questi dati segnalano quindi un significativo scostamento rispetto alle tendenze secolari, tenuto conto di un *holding period* di venticinque-trent'anni, comparabile a quello di un aderente a un fondo pensione.

Questi dati sollevano dubbi sulla già menzionata consolidata prassi – spesso anzi suggerita come *best practice* - di un'allocazione di portafoglio variabile durante il ciclo di vita, da una componente prevalentemente azionaria a una obbligazionaria. Inoltre, questo riallineamento dei rendimenti tra le due classi di attività è avvenuto in presenza di una riduzione dell'inflazione, elemento che ha ridotto in modo significativo il rendimento reale delle obbligazioni.

Sebbene non si possa meccanicamente estrapolare al futuro il dato storico del quasi annullamento dell'ERP, certamente una sua accentuata riduzione indebolisce uno degli elementi cruciali a favore dell'adesione ai fondi pensione (Marotta 2007) rispetto all'alternativa della gestione personale dei risparmi. I benefici netti di incentivi fiscali per contrastare questa tendenza dovrebbero essere opportunamente valutati per le ricadute sulla finanza pubblica.

## **7. Educazione finanziaria e scenari di stress**

La promozione dell'adesione ai fondi pensione passa attraverso un'adeguata informazione circa la progressiva riduzione del tasso di sostituzione delle pensioni pubbliche e dei rendimenti ottenibili da opportune scelte nell'allocazione strategica dei contributi ai fondi pensione privati.

Le novità emerse, e sintetizzate in questa nota, sulle interazioni tra rischio sovrano e rischio politico anche nel caso di paesi classificati prima della crisi tra gli emittenti di titoli pubblici per definizione *risk free*- si pensi al caso degli USA, cui S&P ha per la prima volta nell'aprile 2011 ha attribuito un outlook negativo -complicano le modalità di una

comunicazione sufficientemente semplice per poter essere adeguatamente compresa da soggetti pur con un livello base di educazione finanziaria. Aumentano quindi le difficoltà a sollecitare l'adesione i fondi.

Sul piano macroprudenziale, esercizi di stress testing sulla stabilità finanziaria di un paese dovrebbero includere a pieno titolo tra i potenziali fattori di creazione endogena del rischio gli schemi pensionistici pubblici e privati.

### Riferimenti bibliografici

Dimson, E., P. Marsh e M. Staunton (2002), *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press.

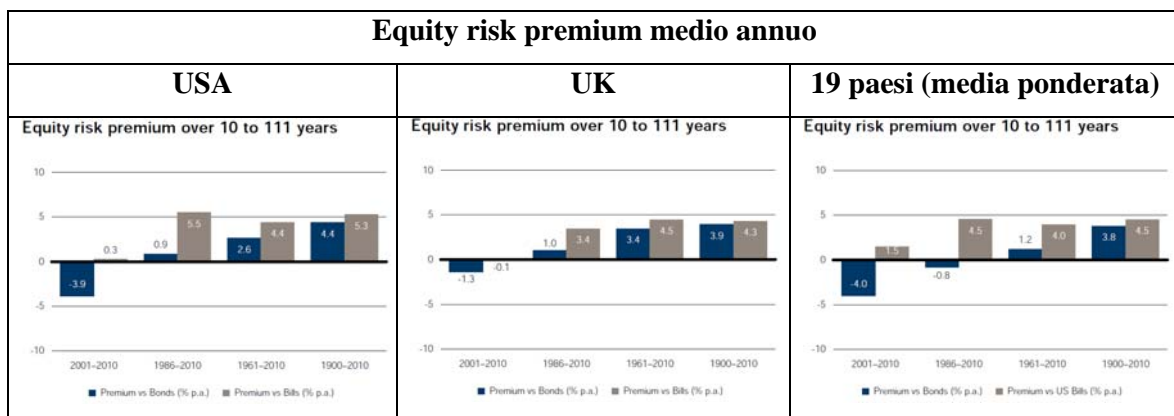
Dimson, E., P. Marsh e M. Staunton (2011), *Fear of falling*, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, pp. 5-13.

Filosa, R. e G. Marotta (2011), *Stabilità finanziaria e crisi. Il ruolo dei mercati, delle istituzioni e delle regole*, Bologna, Il Mulino (di prossima pubblicazione).

Grande e I. Visco (2010), *A public guarantee of a minimum return to defined contribution pension schememembers*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 762.

Marotta, G. (2007), *Fondi pensione ed equity risk premium*, Cefin, Short Notes, 1.

**Figura 1**



**Fonte:** Dimson, E., P. Marsh e M. Staunton (2011).

## CEFIN Short Notes pubblicate in precedenza

- 9 *Economia e finanza nel settore metalmeccanico in provincia di Modena tra 2005 e 2008*, Poli E. (Giugno 2010)
- 8 *L'attention grabbing non funziona la domenica?*, Ferretti R. e Vignudini M. (Marzo 2010)
- 7 *Per una politica lungimirante del credito bancario: vincoli e condizioni*, Marotta G. (Giugno 2009).
- 6 *La pubblicità degli intermediari finanziari e gli effetti della crisi: alcune evidenze sul comportamento delle banche italiane*, Codeluppi V., Ferretti R. (Giugno 2009)
- 5 *Quanto vale essere il titolo della settimana?*, Ferretti R. (Marzo 2009)
- 4 *Il ruolo degli investitori retail nella performance a breve delle IPO italiane*, Ferretti R. (Febbraio 2008)
- 3 *Il rischio di longevità e la sua copertura: un'introduzione ai titoli mortality-linked*, Torricelli C, Loi G. (2007)
- 2 *Il credito al consumo: le caratteristiche dei messaggi pubblicitari*, Codeluppi V., Ferretti R. (Ottobre 2007)
- 1 *Fondi pensione ed equity risk premium*, Marotta G. (Giugno 2007)