

Elsa Fornero

Università di Torino e *CeRP*

(Centro di Ricerca su Previdenza, Fondi Pensione e Politiche di Welfare)

Relazione in occasione del conferimento del premio INA

da parte dell'Accademia Nazionale dei Lincei

Roma, 3 marzo 2004

Autorità, Signore e Signori,

desidero anzitutto esprimere, insieme con i ringraziamenti, la gioia per l'attribuzione da parte dell'Accademia Nazionale dei Lincei del prestigioso premio INA per gli studi in materia di rischio e assicurazione, e per la condivisione di questo premio con Olivia Mitchell, che è sempre stata uno dei punti di riferimento della mia attività scientifica.

Vorrei, in quest'occasione, affermare apertamente alcuni debiti di riconoscenza verso coloro che più hanno contribuito a indirizzare la mia ricerca. Il primo è nei confronti di Franco Modigliani, del quale non ho avuto l'onore di essere direttamente allieva, ma che ho sempre considerato maestro di studi e di umanità e con il quale ho avuto diversi scambi di opinioni, negli ultimi anni, ricevendo anche qualche benevolo rimprovero per non essere stata sempre d'accordo con lui, in particolare sulla riforma del sistema previdenziale. Il secondo è nei confronti di Onorato Castellino, che ha guidato buona parte del mio percorso di ricerca e che ha anticipato alcuni interrogativi e alcune risposte sui temi della sicurezza sociale e del risparmio previdenziale, dando origine a quella che, proprio in ambiente assicurativo, è talvolta indicata come "la scuola di Torino" di studi in materia di pensioni pubbliche e private. Una scuola che oggi annovera nel CeRP (il centro di ricerca su previdenza, fondi pensioni e politiche di *welfare*) un nutrito numero di validi ricercatori. La mia gratitudine va anche a quella parte crescente della comunità scientifica italiana che, in varie discipline, e continuando una tradizione che ha in Bruno De Finetti uno dei suoi capisaldi, ha preso coscienza dei nuovi problemi globali dell'invecchiamento ed è in prima linea nella ricerca di soluzioni. Infine, vorrei considerare questo premio un riconoscimento anche allo sforzo fatto, in particolare nella mia attività di editorialista del Sole 24 Ore, per

rendere il tema del risparmio previdenziale, nelle sue varie accezioni, più comprensibile ma non meno rigoroso, nella convinzione che l'educazione al rischio e alle scelte pensionistiche rappresenti un fattore imprescindibile per il successo di qualunque riforma.

Nei prossimi decenni, diversi fattori concorreranno a cambiare radicalmente il quadro complessivo della *formazione*, dell'*impiego* e anche delle *modalità di godimento* del risparmio destinato all'età anziana. Dall'invecchiamento della popolazione alla necessità di ridisegnare i sistemi previdenziali pubblici basati sulla ripartizione, al fine di ridurne la generosità indebita, la redistribuzione impropria, le distorsioni e gli squilibri finanziari; dagli sforzi per realizzare una maggiore diversificazione della ricchezza pensionistica, con l'aggiunta di una componente privata a capitalizzazione accanto a quella pubblica a ripartizione, alla riallocazione del rischio implicita nella progressiva sostituzione delle tradizionali formule a *beneficio definito* con formule a *contributo definito*; dall'attribuzione di maggiori gradi di libertà all'individuo nelle scelte di portafoglio e di pensionamento alla necessità di sviluppare formule pensionistiche che combinino, possibilmente in modo variabile con l'età, prestazioni monetarie e servizi di cura alla persona.

I cambiamenti in atto porranno il mercato previdenziale e, in particolare, il mercato delle rendite all'attenzione crescente di studiosi, operatori e *policy makers*. Per i primi, la sfida sarà costituita non soltanto dall'accumulazione di nuova conoscenza specifica, ma altresì dal superamento delle rigide linee di demarcazione che spesso ancora separano discipline contigue, come l'economia, la demografia, la matematica finanziaria e attuariale. Sarà così possibile creare i presupposti per una conoscenza meno segmentata ed evitare che, dal punto di vista sociale, la risposta al fenomeno dell'invecchiamento tenda a identificarsi con l'individuazione di meccanismi efficienti di trasferimento di risorse dall'età attiva all'età inattiva, o tra generazioni giovani e generazioni anziane. Per gli operatori, saranno cruciali la conoscenza approfondita del rischio di longevità, nella sua più ampia accezione, nonché la capacità di monitorare e gestire questo rischio, di disegnare nuovi prodotti, di sviluppare adeguate tecniche di determinazione dei prezzi, in un ambiente che si farà via via più competitivo. Per il legislatore, infine, ragioni e modalità di interventi volti a incentivare lo sviluppo del mercato e a regolamentarne l'operatività dovranno trovare fondamento non soltanto in una conoscenza approfondita della domanda e dell'offerta, ma altresì nella comprensione delle interconnessioni di questo mercato con la più generale performance dell'economia. Si potrà così evitare quell'errore di *separazione* che troppo spesso ha

caratterizzato, in passato, gli interventi pubblici in materia di *welfare*, quasi che esso fosse avulso dall'operare del sistema economico, una sorta di meccanismo di redistribuzione sovrapposto al sistema produttivo.

Per tutte queste ragioni, il ruolo della ricerca nell'ambito dell'assicurazione di persone e previdenziale difficilmente può essere sopravvalutato.

In un'ottica ben più circoscritta, la ricerca che mi ha vista impegnata è partita dal contrasto fra un risultato teorico apparentemente robusto del modello del ciclo vitale del risparmio e l'osservazione empirica. Mentre infatti l'analisi teorica, sia pure in un modello altamente stilizzato e sulla base di ipotesi piuttosto restrittive, attribuisce alla rendita il ruolo di *asset* dominante nel portafoglio dei risparmiatori, soprattutto se anziani, la realtà mostra quasi ovunque (e certamente nell'Europa continentale) mercati dei vitalizi alquanto esigui, quando non addirittura inesistenti; mercati, in ogni caso, caratterizzati da rilevanti asimmetrie informative, da una certa opacità, da maggiori ostacoli nella valutazione dei rischi e nella determinazione dei prezzi, rispetto ad altri mercati e prodotti finanziari.

Le ragioni di tale contraddizione, messe in luce e variamente analizzate dalla ricerca economica, sono molteplici. Anzitutto, è da considerare il ruolo di *crowding out* del mercato esercitato dalla previdenza pubblica, la quale, attraverso l'imposizione di un'aliquota contributiva elevata (e la formazione di debito previdenziale implicito) può promettere un livello di prestazioni tale da soddisfare la domanda di ricchezza pensionistica delle famiglie. In secondo luogo, le imperfezioni dei mercati assicurativi in generale sono state ampiamente analizzate in letteratura, e il mercato delle rendite non fa eccezione; è dunque possibile che - per esempio a causa dell'elevato rischio finanziario e demografico connesso con questi prodotti - un atteggiamento prudentiale induca le compagnie a caricare "eccessivamente" i prezzi, così da ridurre la convenienza. Infine, il comportamento dei risparmiatori può essere assai poco conforme al *paradigma* teorico, prediletto dagli economisti, di soggetti razionali e lungimiranti, che scelgono in modo rigorosamente ottimizzante. Da un lato, svariati ostacoli limitano di fatto la capacità delle persone di ottimizzare nel lungo periodo; dall'altro, motivazioni perfettamente razionali - e non necessariamente riconducibili al movente ereditario, ossia al motivo di risparmio che forse più di ogni altro entra in conflitto con la domanda di vitalizi - possono giustificare la scarsa propensione alla rendita e, per contro, la preferenza per il capitale; basterà qui accennare alla possibilità di condivisione dei rischi in ambito familiare e in particolare tra genitori e figli.

Le ragioni sopra menzionate non sono reciprocamente incompatibili, e anzi è ben possibile che, nel *mix* in cui esse realisticamente si fondono, il peso specifico di ciascuna cambi nel tempo, oppure da paese a paese, senza peraltro che ciò determini un sensibile mutamento dell'effetto complessivo di freno alla domanda di vitalizi, la quale rimane ovunque (con la possibile esclusione dei Paesi anglosassoni) relativamente bassa.

Alcuni risultati empirici, inoltre, sembrano abbastanza robusti da potersi ritenere acquisiti; ciononostante, essi non sono di grande aiuto nel risolvere il contrasto tra la dominanza teorica della rendita e la sua scarsa diffusione in pratica. Indagini sulle motivazioni del risparmio, ad esempio, consentono di relegare in secondo piano il movente ereditario, almeno se si trascurano i percentili più ricchi della popolazione. Analogamente, la previdenza pubblica, in quanto non soddisfi completamente la domanda di ricchezza pensionistica, dovrebbe pur sempre essere compatibile con una domanda residua di vitalizi, che assorba il resto del patrimonio, mentre così non è. Dal lato dell'offerta, poi, come proprio le ricerche di Olivia Mitchell dimostrano, il *money's worth* dei prodotti pensionistici è relativamente buono, a dimostrazione del fatto che i caricamenti non sono tali da compensare l'eccesso di rendimento che un prodotto assicurativo dovrebbe presentare rispetto a un prodotto meramente finanziario (un dato che sembra confermato dalla realtà del nostro Paese, sia pure con la maggiore difficoltà di calcolo connessa alla scarsità di informazioni e alla prevalenza di rendite rivalutabili, anziché costanti in termini nominali).

Rimane così aperta la contraddizione di cui sopra, di uno strumento importante per la suddivisione del rischio, che svolge in potenza un ruolo primario nelle scelte di impiego delle famiglie, che offre anche un discreto rendimento, e che tuttavia è scarsamente richiesto.

E' vero, gli scenari cambieranno, e forse radicalmente, in futuro, soprattutto in considerazione del ridimensionamento delle promesse pensionistiche pubbliche (che però resteranno, almeno in Europa, sotto ogni realistica previsione, la principale fonte di reddito nell'età anziana) e del parallelo impulso alla partecipazione a schemi previdenziali privati, sia del secondo sia del terzo pilastro, nei quali la conversione del montante finale in rendita è, almeno in parte, obbligatoria, e comunque generalmente incoraggiata dal punto di vista fiscale. Obbligatorietà e benefici fiscali non sono peraltro privi di costi, in termini di effetti distorsivi sulle scelte individuali (ammesso che vi possano essere ragioni legittime per non acquistare una rendita, anche quando il suo prezzo sia non lontano dall'equità attuariale) e di peggioramento del bilancio pubblico.

Tutto ciò significa che vi sono motivi e spazio per approfondire gli importanti fattori, così dal lato della domanda come dal lato dell'offerta, che restano relativamente inesplorati e che possono rappresentare una valida *agenda for future research*, come l'effetto sulla domanda della variabilità della "prima rendita" erogata (variabilità connessa con il passaggio dal *defined benefit* al *defined contribution*); o l'influenza che l'inflazione può avere sulla predisposizione alla conversione di un capitale in vitalizio, data la relativa scarsità di prodotti indicizzati; o ancora il modo in cui i soggetti effettivamente percepiscono il rischio longevità, e il connesso rischio di non autosufficienza.

Quest'ultimo interrogativo, in particolare, apre la possibilità di un ruolo rilevante del risparmio precauzionale – quel risparmio che gli economisti tipicamente associano all'incertezza sui flussi di reddito da lavoro – anche nell'età anziana, nella quale si dovrebbe invece soltanto "decumulare" ricchezza, per l'appunto grazie a un vitalizio. Si tratta in questo caso di un'incertezza che si addensa sui bisogni forse più che sui redditi (nonostante l'assenza di *real annuities*) e che proprio il progressivo allungamento della speranza di vita alle età anziane fa aumentare, con la probabilità che insorgano limiti alla capacità di gestire la propria vita e, più specificamente, condizioni di non autosufficienza. Una situazione che determina una "domanda di servizi alla persona", ben più difficilmente prevedibile delle altre domande che caratterizzano il paniere dei consumi di un anziano e che fa prediligere la disponibilità diretta di cura e di assistenza (ciò che per le compagnie di assicurazione è praticamente impossibile offrire, per la presenza di una rilevante componente aggregata di rischio e di una certa quota di *moral hazard*) in luogo della mera erogazione di denaro, condizionale semplicemente all'essere in vita, tipica della pensione. E al tempo stesso una situazione che aumenta la preferenza per il capitale, come massa di manovra più adattabile di un regolare vitalizio a fabbisogni poco prevedibili.

E' questa la sfida che l'"industria" deve cogliere, con una strategia mirante non soltanto a una riduzione dei costi e a un aumento della trasparenza, pure importanti in sé e per la competitività del mercato assicurativo, ma anche all'innovazione di prodotto, in modo da aumentarne la corrispondenza con le reali preferenze individuali, e magari riuscire a rovesciare il detto secondo il quale "*insurance is sold, not bought*".

Sul piano tecnico, nuove proposte sono state avanzate e in parte già plasmano il nuovo modo di "fare assicurazione": come una maggiore attenzione alla diversificazione e copertura non soltanto del rischio di mortalità (attraverso schemi di garanzia per le rendite, riassicurazione, condivisione del rischio fra diverse coorti di possessori di rendite) ma anche

alla riduzione del rischio di mercato, attraverso una *asset allocation* efficiente, una scelta oculata dei capitali che finanziano le rendite, un ricorso a tecniche di copertura finanziaria (*duration matching*); il contenimento del rischio di credito, implicito nei *bonds*, che possono rivelarsi inadempienti; e infine - ma come elemento di primaria importanza – una politica di adeguato accantonamento di riserve e un valido ed efficace quadro di regolamentazione.

In conclusione, c'è un impegno comune, a livello europeo, per rafforzare la sostenibilità di lungo termine, nonché l'adeguatezza dei sistemi previdenziali pubblici, la cui performance è minacciata dal continuo invecchiamento della popolazione. La sola riduzione dei benefici nell'ambito del pilastro pubblico, tuttavia, non è sufficiente a far decollare il mercato previdenziale; è altresì necessario che siano efficacemente affrontati i nodi appena esposti ed altri che si potranno via via presentare, così da assicurare un alto livello di efficienza, convenienza economica e sicurezza alla componente a capitalizzazione (non importa se del secondo o del terzo pilastro, secondo una distinzione che verosimilmente perderà di rilievo nel tempo), e ciò per quanto concerne sia la fase di accumulazione sia quella del godimento dei benefici, nel quale il ruolo delle rendite è centrale.

L'assicurazione sulla vita è un antico e brillante strumento teso a coprire uno dei rischi più importanti e maggiormente sentiti. Sembrano oggi essere a portata di mano molte delle condizioni esterne necessarie a un suo importante sviluppo, che potrà effettivamente verificarsi se essa sarà ripensata e ri-modellata per soddisfare maggiormente le mutevoli esigenze della collettività.

Grazie.