

Discorso

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

Embargo fino al
31 ottobre 2019, ore 16.30

Le sfide della previdenza: possibilità e limiti della politica monetaria

Convegno PK-Netz

Thomas J. Jordan*

Presidente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Berna, 31 ottobre 2019

© Banca nazionale svizzera, Zurigo, 2019 (discorso originale in tedesco)

* Il relatore ringrazia Nicolas Cuche-Curti, Peter Kuster e Inske Pirschel per il supporto fornito nella preparazione del presente discorso. Il ringraziamento è esteso anche a Claudia Aebersold Szalay, Simone Auer, Carlos Lenz, Susanne Mühlemann e Alexander Perruchoud nonché ai servizi linguistici della BNS.

Signore e signori,

sono molto lieto di poter prendere la parola durante questo importante evento. È per me l'occasione di illustrare il nostro punto di vista nell'attuale contesto del mercato finanziario che, soprattutto per voi responsabili delle casse pensioni, si presenta difficile. La Banca nazionale svizzera (BNS) è competente per la politica monetaria del nostro Paese, ma non per la politica sociale e quindi nemmeno per le istituzioni di previdenza. Tuttavia, anche per noi in quanto banca centrale è importante che la previdenza professionale per la vecchiaia possa assolvere il suo mandato costituzionale: consentire, unitamente al primo pilastro (AVS), l'adeguato mantenimento del consueto tenore di vita degli assicurati anche dopo il pensionamento.

Un presupposto indispensabile a tal fine è la solidità del finanziamento. Solo un sistema previdenziale in buona salute gode della fiducia della popolazione. Questa fiducia è a sua volta essenziale affinché il sistema di previdenza professionale possa esplicare la sua importante funzione economica, ossia infondere nelle persone la certezza che il capitale accumulato nella cassa pensioni nel corso della vita lavorativa sarà realmente disponibile dopo il pensionamento. Un buon sistema previdenziale consente di pianificare la propria vita sotto il profilo economico, dà sicurezza ai singoli individui e stabilità alla società nel suo complesso. Esso costituisce pertanto una condizione fondamentale per lo sviluppo e la prosperità di un'economia moderna. Una previdenza solida rappresenta un elemento centrale per la coesione sociale e una componente del modello di successo svizzero.

La Svizzera dispone da decenni di un sistema previdenziale completo e ben funzionante basato sui tre pilastri AVS, previdenza professionale e previdenza privata. Molti paesi ce lo invidiano e la sua qualità si riflette anche nelle classifiche di settore. Tuttavia, negli ultimi anni il nostro Paese ha perso notevolmente terreno (grafico 1).

Siamo peggiorati noi o sono gli altri ad aver accorciato le distanze? A prescindere da questi raffronti, la Svizzera è chiamata nel suo stesso interesse a fare tutto il possibile per permettere alle casse pensioni – caposaldo dell'intero sistema previdenziale – di affrontare al meglio le numerose sfide a cui sono esposte. Nel prosieguo del mio intervento mi soffermerò pertanto su due problematiche di rilievo concrete, il perdurante contesto di bassi tassi di interesse e l'accresciuta speranza di vita. Successivamente illustrerò come le casse pensioni stesse e la politica potrebbero fronteggiare queste sfide. Anche la BNS è spesso sollecitata a fare la sua parte. Desidero perciò spiegare in che modo possiamo contribuire alla solidità del sistema previdenziale nel quadro del nostro mandato legale e con quali limiti dobbiamo confrontarci.

Tassi di interesse bassi: l'impegno alla prestazione è sempre più difficile da mantenere

La prima sfida, che da diverso tempo impegna voi responsabili delle casse pensioni, è il perdurante basso livello dei tassi di interesse. I tassi sono bassi non soltanto in Svizzera, ma in tutte le principali aree monetarie. Per le casse pensioni che tradizionalmente detengono una

quota rilevante in investimenti fruttiferi di interessi, ciò si traduce naturalmente in una contrazione dei redditi da capitale. In altre parole: la quota del «terzo contribuente», ovvero il mercato dei capitali, si è fortemente ridotta, rendendo più difficile per le casse pensioni mantenere gli impegni assunti per il versamento delle prestazioni.

Nella LPP, la Legge federale sulla previdenza professionale per la vecchiaia, i superstiti e l'invalidità del 1982, i diritti degli assicurati nonché altri parametri fondamentali, quali il tasso di conversione¹ e il saggio minimo d'interesse², sono stati definiti partendo da determinati assunti³. Questi ultimi, relativi per esempio a crescita economica, inflazione o rendimento nominale mediamente conseguibile, si basavano su valori empirici che erano del tutto plausibili negli anni 1980, quando venne impostato il sistema di previdenza professionale.

Già da diversi anni, però, i rendimenti degli investimenti sono straordinariamente bassi per tutte le durate. Per un'analisi più approfondita è opportuno distinguere tra lungo e breve termine. Iniziamo con uno sguardo all'andamento dei tassi a lungo termine, qui rappresentati dai rendimenti dei titoli di Stato decennali svizzeri, tedeschi e statunitensi, dal 1995 a oggi (grafico 2): la tendenza è inequivocabilmente al ribasso. In Germania, e quindi nell'area dell'euro, il calo è stato persino più marcato che nel nostro Paese. Quali sono le cause? Vorrei soffermarmi su alcuni fattori a mio avviso fondamentali. L'evoluzione risulta in una certa misura dal fatto che a partire dagli anni 1990 le banche centrali dei paesi industrializzati sono riuscite sempre meglio a contenere l'inflazione, precedentemente elevata. Di conseguenza, i mercati hanno giudicato credibile la promessa delle banche centrali di garantire la stabilità dei prezzi e le aspettative inflazionistiche si sono ancorate su livelli nettamente più bassi di prima. È pertanto diminuita anche quella parte dell'interesse che l'investitore solitamente richiede come compenso per la svalutazione monetaria. Se questo calo dei tassi fosse incorporato nei citati parametri del sistema previdenziale, il minor rendimento non sarebbe un problema per le casse pensioni; infatti anche il capitale investito perde meno valore.

Ma negli ultimi decenni è sceso anche il tasso di interesse reale, ossia il tasso di interesse nominale al netto dell'inflazione al consumo (grafico 3). Una banca centrale può influenzare solo in misura limitata il tasso di interesse reale a lungo termine. Perciò devono essere in gioco altri fattori. In primo luogo, con l'invecchiamento della popolazione nei paesi industrializzati sono aumentate la propensione al risparmio e quindi la disponibilità di capitale investibile⁴. In secondo luogo si osserva un rallentamento dei guadagni di produttività⁵. Tutto

¹ Percentuale che, applicata all'avere di vecchiaia, consente di calcolare la rendita di vecchiaia annua.

² Tasso di interesse minimo al quale va remunerato l'avere di vecchiaia.

³ I parametri si riferiscono principalmente al regime obbligatorio. Ai sensi della LPP è soggetta all'assicurazione obbligatoria la parte del salario annuo compresa tra 24 885 e 85 320 franchi (salario coordinato). Tuttavia, molte casse pensioni erogano prestazioni che eccedono quelle prescritte dal regime obbligatorio (regime sovraobbligatorio). Le casse pensioni che assicurano prestazioni superiori al minimo richiesto per legge possono definire un tasso di conversione per l'intero avere di vecchiaia (casse pensioni con aliquota globale), a condizione che l'importo della rendita effettiva corrisponda almeno alla rendita in regime obbligatorio.

⁴ Se, a parità di età di pensionamento la speranza di vita aumenta, cresce anche il numero di anni di vita dopo il pensionamento. Un lavoratore deve quindi risparmiare più di prima per poter usufruire ogni anno, durante la vecchiaia, della stessa somma di denaro.

⁵ Nella letteratura economica, sul calo del tasso di interesse reale vengono dibattute anche altre ipotesi, che appaiono tuttavia meno utili per la spiegazione di tale evoluzione che non i fattori invecchiamento e rallentamento dei guadagni di produttività.

ciò riduce il potenziale di rendimento degli investimenti e con esso la domanda di capitale per finanziarli. Pertanto, il tasso di interesse reale doveva scendere affinché la domanda e l'offerta tornassero in equilibrio sul mercato.

Tasso negativo: una misura tuttora necessaria per la politica monetaria

Il calo dei tassi a lungo termine si ripercuote pure sulla politica monetaria e quindi sui tassi a breve. Anche il cosiddetto tasso di interesse neutro, ossia il tasso al quale la politica monetaria in condizioni di stabilità dei prezzi non frena e non stimola l'economia, è più basso di prima. Di conseguenza, per ottenere in queste circostanze lo stesso grado di espansione della politica monetaria, oggi anche i tassi di interesse a breve termine devono essere più bassi. Questo è uno dei motivi per cui durante la crisi finanziaria e debitoria molte banche centrali hanno portato a zero o addirittura in territorio negativo i propri tassi di riferimento. In tale contesto, anche la BNS ha introdotto un tasso di interesse negativo sugli averi a vista detenuti sui suoi conti dalle banche.

Siamo consapevoli che l'interesse negativo è una misura straordinaria che ha effetti collaterali, perciò ne valutiamo con particolare attenzione il beneficio in termini di politica monetaria e gli eventuali costi. Manterremo il tasso negativo solo fintantoché il beneficio sarà superiore ai costi. Dall'ultima verifica, eseguita in occasione dell'esame della situazione economica e monetaria di settembre, è emerso che il tasso di interesse negativo e la disponibilità a intervenire all'occorrenza sul mercato dei cambi rimangono indispensabili per contrastare la pressione sul franco e quindi stabilizzare l'evoluzione dei prezzi e sostenere l'attività economica. Solo così possiamo assolvere il nostro mandato nell'interesse generale del Paese, ossia assicurare la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'evoluzione congiunturale. In settembre abbiamo inoltre adeguato la base di calcolo per la determinazione dell'importo in franchigia. L'importo in franchigia è quella parte degli averi a vista detenuti da una banca presso la BNS, a cui non applichiamo il tasso negativo. In questo modo l'onere complessivo generato dal tasso negativo a carico del sistema bancario viene limitato allo stretto indispensabile in termini di politica monetaria⁶. La nuova modalità di calcolo tiene inoltre conto del fatto che il contesto internazionale di bassi tassi di interesse potrebbe protrarsi ancora a lungo.

Certo, gli interessi negativi sono una misura straordinaria e dovrebbero avere carattere temporaneo, ma un tasso di interesse moderatamente negativo non differisce molto, nel funzionamento economico, da un tasso di interesse positivo. Il tasso negativo ha allentato le condizioni di finanziamento nell'economia, consentendo alle imprese di contrarre prestiti a costi più bassi per gli investimenti. Tuttavia, questo cosiddetto canale del tasso di interesse non è prioritario per noi. Ad essere decisivo per la Svizzera, quale piccola economia aperta, è piuttosto l'effetto sul tasso di cambio. Applicando il tasso di interesse negativo facciamo in modo che il tradizionale differenziale fra i tassi svizzeri e quelli esteri non si assottigli

⁶ La modifica entra in vigore il 1° novembre 2019. A giudicare dalla prospettiva odierna, gli introiti della BNS derivanti dagli interessi negativi dovrebbero pressoché dimezzarsi.

eccessivamente. Un suo ulteriore restringimento aumenterebbe la pressione al rialzo sul franco, determinando una flessione della crescita economica e un aumento della disoccupazione.

Le misure adottate dalle banche centrali per contrastare la crisi finanziaria ed economica, ossia bassi tassi di riferimento, indicazioni sull'andamento atteso dei tassi a breve («forward guidance») e acquisti di titoli, hanno certamente accresciuto la pressione al ribasso sul livello generale dei tassi di interesse nel breve e medio periodo. Tuttavia, come abbiamo appena visto nel grafico, la contrazione dei tassi sul mercato dei capitali è iniziata molto prima dello scoppio della crisi. È la riprova della tesi secondo cui in un contesto di tassi in calo sono all'opera i potenti fattori strutturali menzionati in precedenza, ossia le aspettative inflazionistiche persistentemente più basse che in passato, la maggiore propensione al risparmio e la minore propensione agli investimenti. Per tale motivo, dalla prospettiva odierna anche il tasso neutro rilevante per la politica monetaria è inferiore ai valori empirici registrati in passato. Ciò significa che il livello dei tassi di interesse a breve potrebbe rimanere sotto i valori finora consueti anche qualora le banche centrali dovessero un giorno normalizzare la propria politica monetaria.

Allungamento della speranza di vita: conquista e sfida

Signore e signori, il contesto di tassi bassi è un contesto difficile per le casse pensioni. E io non sono nemmeno in grado di formulare una previsione su quando sarà possibile tornare a tassi di interesse positivi in Svizzera. Posso soltanto dirvi che dipenderà in larga misura dall'andamento della congiuntura globale e dall'evoluzione dei mercati finanziari internazionali.

Un'altra sfida senz'altro molto impegnativa per voi responsabili delle casse pensioni è legata all'aumento dell'aspettativa di vita, un'evoluzione di per sé decisamente positiva, anzi, una vera e propria conquista dell'umanità. La crescente aspettativa di vita non solo influenza la propensione al risparmio, ma ha ripercussioni dirette anche sulle casse pensioni. Essa infatti comporta, a parità di età di pensionamento, un costante aumento della durata media di percepimento della rendita, il quale a sua volta determina un incremento dei versamenti e va a gravare sulle casse pensioni.

Le conseguenze di queste evoluzioni sono manifeste: la contrazione dell'inflazione e dei tassi di interesse reali porta a tassi nominali più bassi e dunque a prospettive di rendimento minori per le casse pensioni. Sul fronte delle prestazioni, l'accresciuta speranza di vita allunga la durata dell'erogazione, rendendo necessario un capitale di risparmio più elevato per il loro finanziamento. Il sistema perde così il suo equilibrio.

La stabilità dei prezzi: il contributo della BNS alla solidità del sistema previdenziale

Come fare quindi per ottenere una soluzione sostenibile? Quali misure sarebbero opportune e quali no? Vorrei cominciare per così dire in «casa nostra», ossia con la BNS. Ci capita spesso di sentire che basterebbe l'abolizione dell'interesse negativo da parte della BNS per ridurre sensibilmente l'onere delle casse pensioni. Ma è proprio vero se si analizzano le conseguenze fino in fondo?

Senza l'interesse negativo l'attrattiva del franco a livello internazionale aumenterebbe ancora, determinando un apprezzamento della nostra moneta. Ciò frenerebbe considerevolmente l'economia svizzera, portando a un netto incremento della disoccupazione. Difficile pensare che in uno scenario così sfavorevole gli interessi a lungo termine possano salire. Anzi, a causa della contrazione congiunturale le prospettive per le imprese svizzere si deteriorerebbero, con conseguenze negative anche per i corsi azionari. Come vedete, le aspettative di rendimento delle casse pensioni nel contesto attuale non migliorerebbero sensibilmente se venisse abolito l'interesse negativo. Al contrario: l'economia e il sistema previdenziale risentirebbero dell'aumento della disoccupazione, in quanto la creazione di valore e con essa la massa contributiva versata diminuirebbero. L'abolizione dell'interesse negativo nella situazione attuale non sarebbe quindi nell'interesse delle casse pensioni.

Anche se in questo contesto la BNS non può eliminare l'interesse negativo, non potrebbe almeno utilizzare gli introiti derivanti dall'applicazione dello stesso per alleviare la pressione sul sistema previdenziale, ad esempio distribuendoli alle casse pensioni a titolo di «compensazione»? Dal nostro punto di vista, anche questa non sarebbe una buona soluzione. Qualsiasi collegamento fra politica monetaria e politica sociale comporta il rischio di generare obiettivi contrastanti con quello che è il vero e proprio mandato della BNS. Succederebbe anche in questo caso. Affinché la Banca nazionale possa adempiere al suo mandato, le nostre decisioni devono dipendere unicamente da considerazioni di politica monetaria.

L'attuale regolamentazione sulla determinazione e la ripartizione dell'utile della BNS rispetta le responsabilità delle singole autorità, quella della BNS per la politica monetaria e quella della Confederazione e dei Cantoni per la politica di bilancio e la politica sociale. Per legge gli utili della BNS spettano fundamentalmente alla Confederazione e ai Cantoni che ne possono usufruire liberamente. Un trasferimento degli introiti dell'interesse negativo alle casse pensioni non comporterebbe solo una problematica sovrapposizione fra politica monetaria e politica sociale, bensì ridurrebbe anche l'ammontare disponibile per i versamenti ordinari al settore pubblico. In fin dei conti sarebbe un gioco a somma zero.

Affinché l'interesse negativo possa produrre l'effetto auspicato di politica monetaria, la sua applicazione ai conti giro detenuti presso la BNS deve essere quanto più estesa possibile. Una deroga per una categoria di investitori così importante come le casse pensioni ridurrebbe sensibilmente questo effetto. Inoltre, altri attori che svolgono parimenti funzioni importanti per l'economia e per la società, come per esempio le fondazioni di pubblica utilità, sarebbero probabilmente indotte a esigere subito lo stesso trattamento. Già nel 2015, in seguito a

considerazioni analoghe, abbiamo dovuto respingere la richiesta della vostra associazione di esentare i conti giro delle casse pensioni dall'applicazione dell'interesse negativo⁷.

Fondamentalmente, l'introduzione di un «quarto contribuente», nella veste della BNS, appare anche come una rottura con la logica della previdenza professionale.

In cosa consiste quindi il contributo della BNS alla solidità del sistema previdenziale?

Adottando una politica coerente e credibile mirata alla stabilità dei prezzi, la BNS concorre in modo essenziale ad assicurare una base robusta che nel tempo favorisce la crescita dell'economia e il benessere in Svizzera, garantendo in particolare il mantenimento del potere di acquisto. Si tratta di un presupposto indispensabile per poter preservare nel nostro Paese una rete sociale resistente e finanziabile anche in futuro. Pertanto la stabilità dei prezzi è fondamentale per gli assicurati delle casse pensioni. Ma è di massima importanza anche per i ceti sociali più deboli e per i pensionati, per i quali è quasi impossibile proteggersi dalla perdita del potere di acquisto associata all'inflazione. Proprio come il sistema previdenziale, la stabilità dei prezzi è una componente del modello di successo svizzero e una conquista che gode di un ampio sostegno nella popolazione e che oggi è data quasi per scontato.

Le casse pensioni: risposta moderata e flessibile

Signore e signori, nel difficile contesto sopra illustrato, negli ultimi anni le casse pensioni non sono rimaste inerti. Voi responsabili delle casse pensioni avete adottato, con accortezza e un'elevata flessibilità, diverse misure per equilibrare entrate e uscite finanziarie anche a lungo termine. Dal lato degli investimenti, come risposta al perdurare dei tassi di interesse bassi, sono stati ridotti i titoli a reddito fisso in favore di azioni e immobili (grafico 4). Inoltre, le casse pensioni sono tornate a investire maggiormente all'estero, badando a detenere meno liquidità possibile; la quota di mezzi liquidi sul patrimonio investito totale si colloca attualmente a un minimo storico (grafico 5).

Anche dal lato delle prestazioni si sono resi necessari interventi per favorire l'equilibrio di entrate e uscite a lungo termine. Questi tagli sono dolorosi e si riflettono direttamente nei certificati di assicurazione. Un esempio è la netta riduzione del tasso di conversione dell'avere sovraobbligatorio⁸. Inoltre, il tasso tecnico⁹ è diminuito del 40% negli ultimi dieci anni. In questo modo si è tenuto conto del fatto che anche in futuro la capacità di finanziamento del terzo contribuente sarà probabilmente limitata.

Queste misure, unitamente all'andamento favorevole del mercato azionario e immobiliare, hanno contribuito a mantenere stabile, dal 2015, il grado di copertura delle casse pensioni dei datori di lavoro di diritto privato, nonostante la correzione del tasso tecnico citata, che ha un effetto deprimente. Tali iniziative stanno però raggiungendo i propri limiti. L'adeguamento

⁷ Cfr. Moser, Dewet (2015), *Herausforderungen der aktuellen Geldpolitik*, discorso tenuto all'assemblea dei membri dell'ASIP, Zurigo, 8 maggio.

⁸ Nel regime obbligatorio le casse pensioni non hanno alcun margine di manovra dato che la LPP fissa il tasso di conversione al 6,8%.

⁹ Tasso di interesse che viene impiegato per scontare al valore attuale le prestazioni future. Più è basso il tasso tecnico, maggiore deve essere il capitale di previdenza. Il tasso tecnico dovrebbe essere finanziato dai redditi del patrimonio.

della struttura di portafoglio comporta un aumento dei rischi di investimento; in futuro vi sono quindi da attendersi maggiori oscillazioni di valore. Inoltre, le misure già adottate non sono sufficienti alla luce dell'aumento della speranza di vita. L'allungamento della durata media di godimento della pensione richiede, a uguali condizioni, un avere di vecchiaia più elevato.

Cosa si può fare? Il numero di leve su cui intervenire per ripristinare l'equilibrio a lungo termine fra entrate e uscite del sistema previdenziale è, di principio, limitato. La prima leva possibile è quella che agisce sul lato delle entrate e riguarda naturalmente i contributi. Versamenti più elevati da parte di dipendenti e datori di lavoro permetterebbero di accumulare più capitale. Le altre leve operano sul lato delle uscite: si potrebbe infatti ridurre le prestazioni o accorciare la durata dell'erogazione. Non esprimiamo preferenze quanto agli elementi da considerare, perché queste scelte impongono un'attenta valutazione che compete alla politica e non alla BNS.

Questa analisi evidenzia però che non esiste purtroppo una via maestra facile da percorrere. Adattarsi alle realtà del mondo degli investimenti e della demografia comporta un certo costo. È anche chiaro che in un sistema previdenziale come il nostro, in cui i parametri principali sono definiti in termini nominali, questo costo aumenta col passare del tempo se i problemi non sono affrontati. D'altro canto, anche aggrapparsi allo status quo ha un prezzo elevato: ad esempio si assiste a una crescente redistribuzione dagli assicurati giovani a quelli anziani che non era negli obiettivi del sistema. Per questo motivo, con il termine «tenore di vita», l'articolo della Costituzione federale sullo scopo della previdenza professionale vuole indicare anche il mantenimento del potere di acquisto e non solo un valore nominale.

Soluzioni sostenibili: un obiettivo non irraggiungibile

All'inizio delle mie considerazioni ho accennato a una classifica internazionale dei sistemi previdenziali (grafico 6). Anche in altri paesi la popolazione gode di una crescente aspettativa di vita e i risparmiatori si lamentano dei bassi livelli dei tassi di interesse. La Danimarca e la Svezia, per esempio, che attualmente ci precedono di poco nella classifica, hanno adottato misure incisive, e quindi anche dolorose, per stabilizzare e modernizzare i loro sistemi. La Danimarca ha parametrato l'età di pensionamento alla speranza di vita e la Svezia collega direttamente l'ammontare delle rendite versate all'andamento demografico ed economico. Questi due esempi mostrano che è possibile trovare soluzioni sostenibili anche in questa difficile questione politica.

Signore e signori, la politica sociale non è di competenza della BNS. Vorrei però concludere sottolineando ancora una volta quanto sia importante per noi che il sistema previdenziale svizzero possa continuare a esplicare al meglio la sua funzione economica e sociale. Siamo anche consapevoli delle gravi difficoltà che devono affrontare le casse pensioni a causa del perdurare dei bassi tassi di interesse. Nello stesso tempo non siamo in grado di definire ora il momento a partire dal quale l'interesse negativo non sarà più necessario. Il contributo della BNS alla solidità del sistema previdenziale consiste nel mantenimento della stabilità dei prezzi nel nostro Paese.

L'adeguamento dei parametri alle realtà economiche e attuariali è un compito permanente dei dirigenti delle casse pensioni e della politica, sia in tempi normali che in situazioni straordinarie. Voi, dal canto vostro, vi siete assunti la vostra responsabilità, intervenendo nel contesto molto complesso degli ultimi anni. Anche la politica ha già da tempo riconosciuto che il nostro sistema previdenziale deve tener conto delle realtà economiche. E su questo percorso tortuoso sono già stati compiuti i primi passi, ma non siamo ancora al traguardo.

Le sfide della previdenza: possibilità e limiti della politica monetaria

Thomas J. Jordan
Presidente della Direzione generale
Banca nazionale svizzera

Convegno PK-Netz
Berna, 31 ottobre 2019

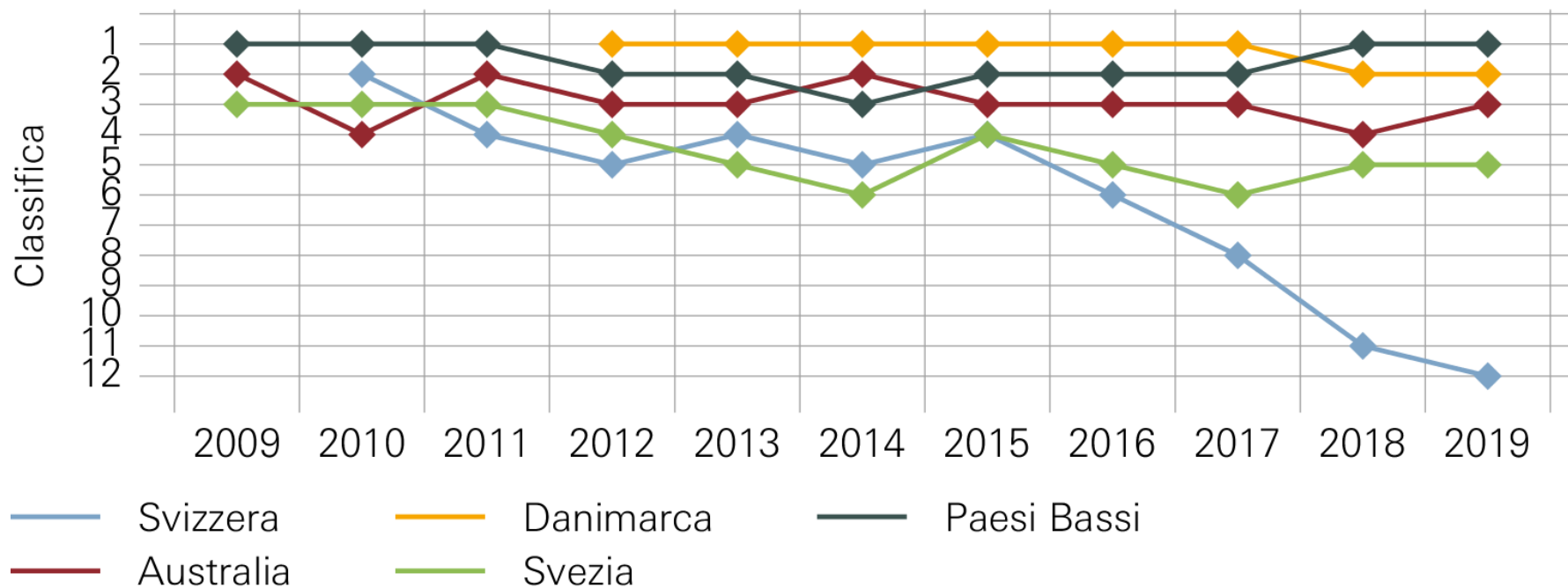
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Grafico 1

RAFFRONTO INTERNAZIONALE DEI SISTEMI PREVIDENZIALI

Mercer Global Pension Index

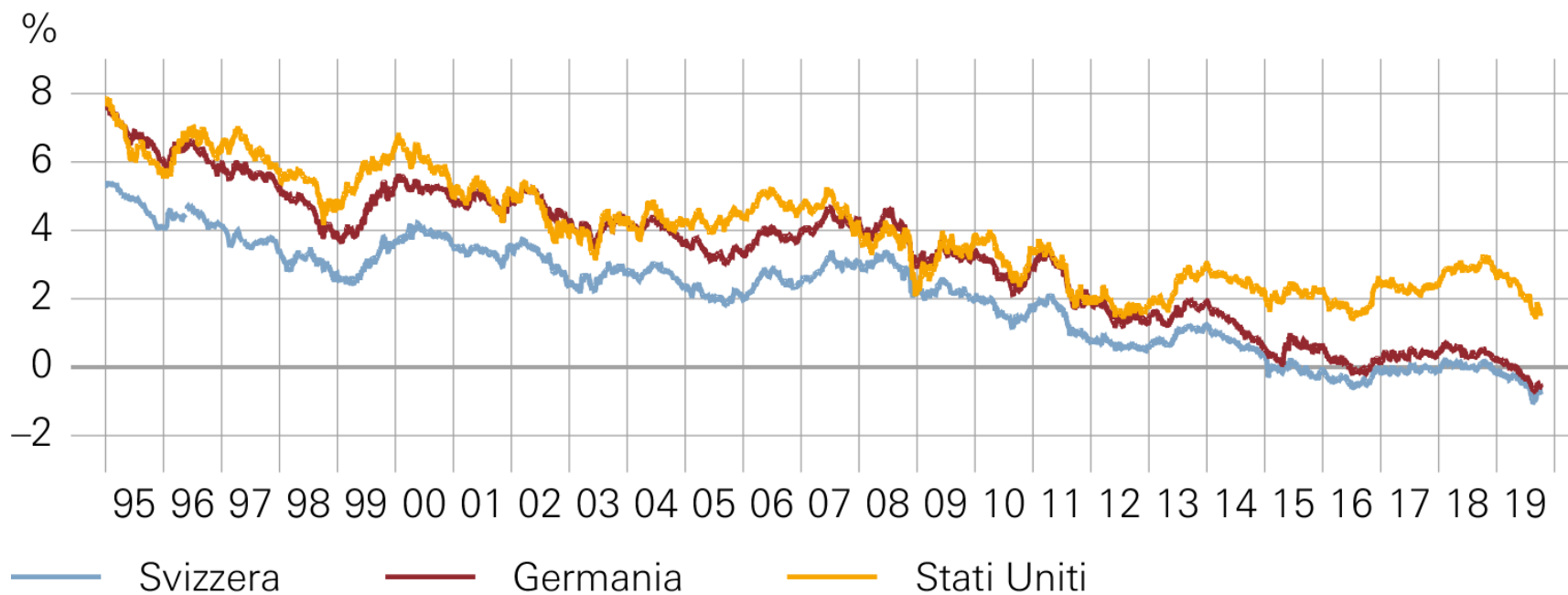


Fonte: Mercer.

Grafico 2

TASSI DI INTERESSE NOMINALI A LUNGO TERMINE

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

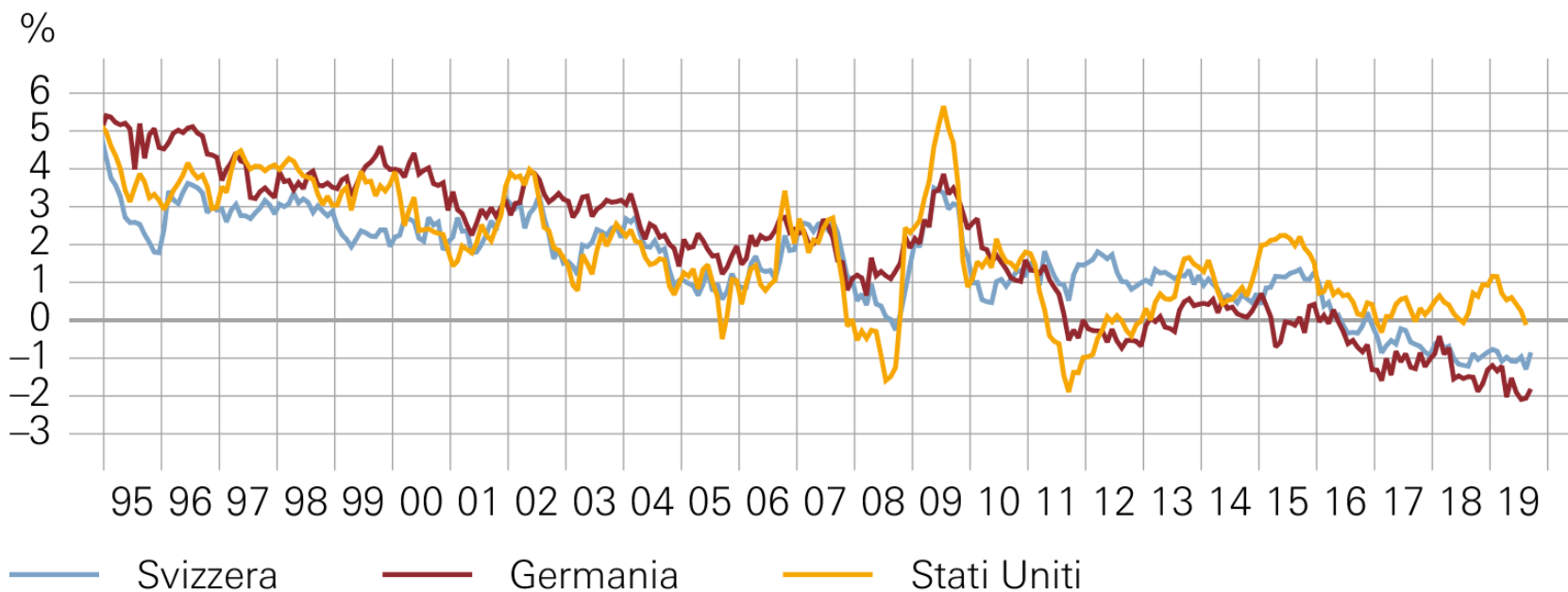


Fonti: BNS e Thomson Reuters Datastream.

Grafico 3

TASSI DI INTERESSE REALI A LUNGO TERMINE

Rendimenti dei titoli di Stato decennali al netto dell'inflazione al consumo

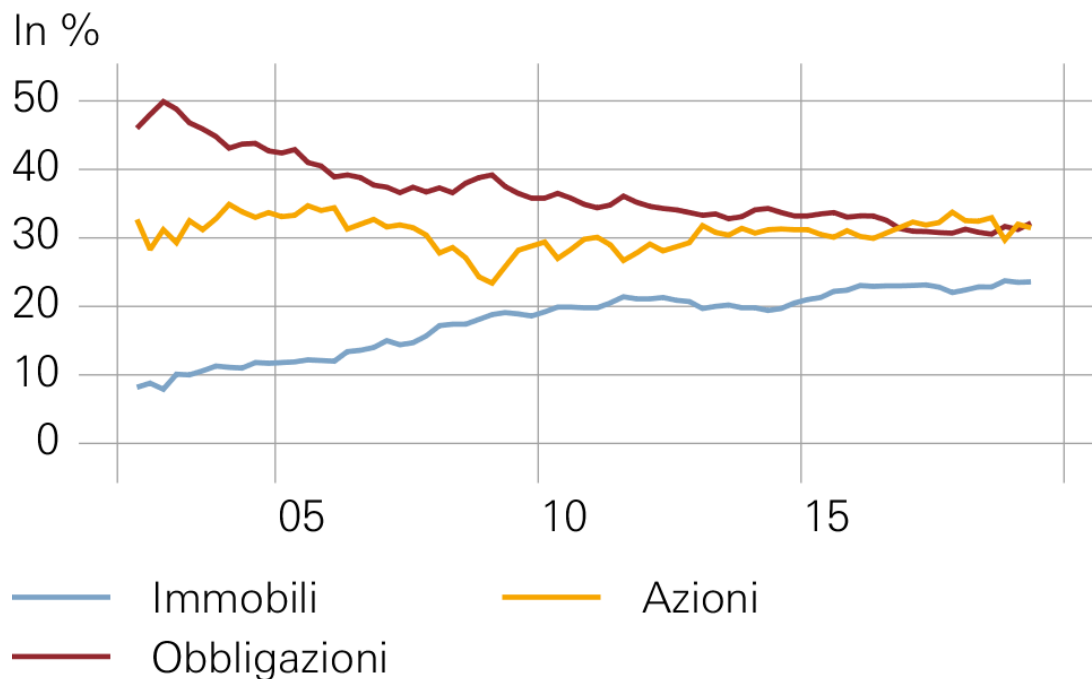


Fonti: BNS e Thomson Reuters Datastream.

Grafici 4 e 5

PRINCIPALI CLASSI DI ATTIVI DELLE CASSE PENSIONI

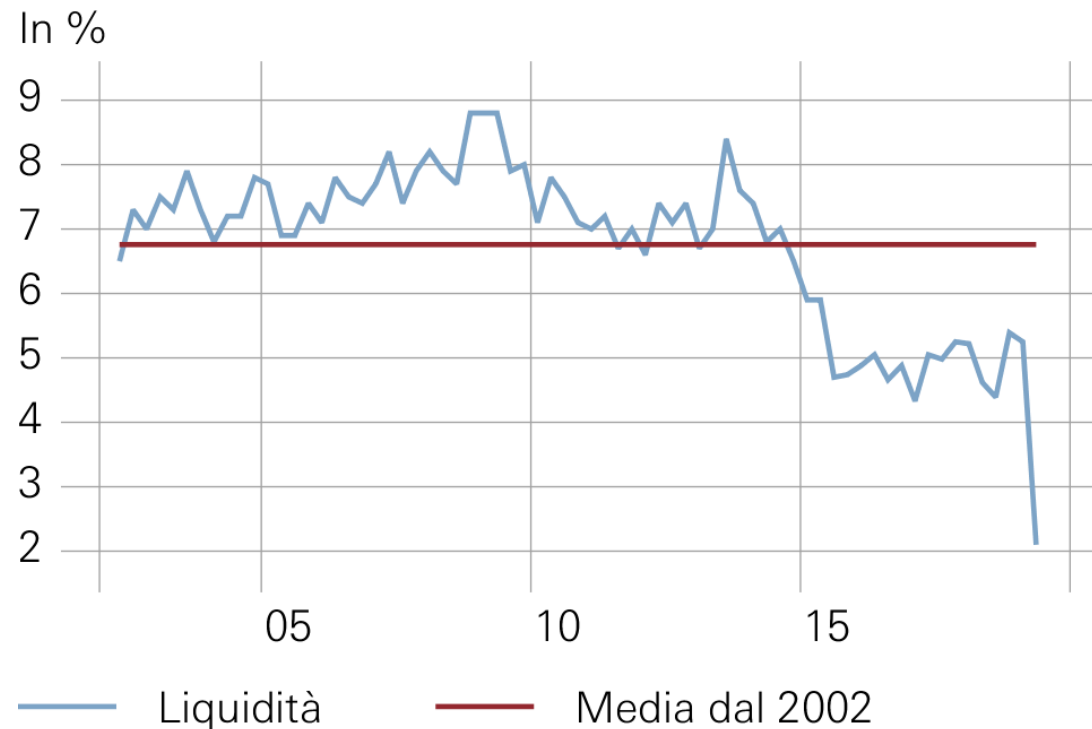
Quota sul patrimonio investito totale



Fonte: Indice Credit Suisse delle casse pensioni svizzere.

LIQUIDITÀ DELLE CASSE PENSIONI

Quota sul patrimonio investito totale

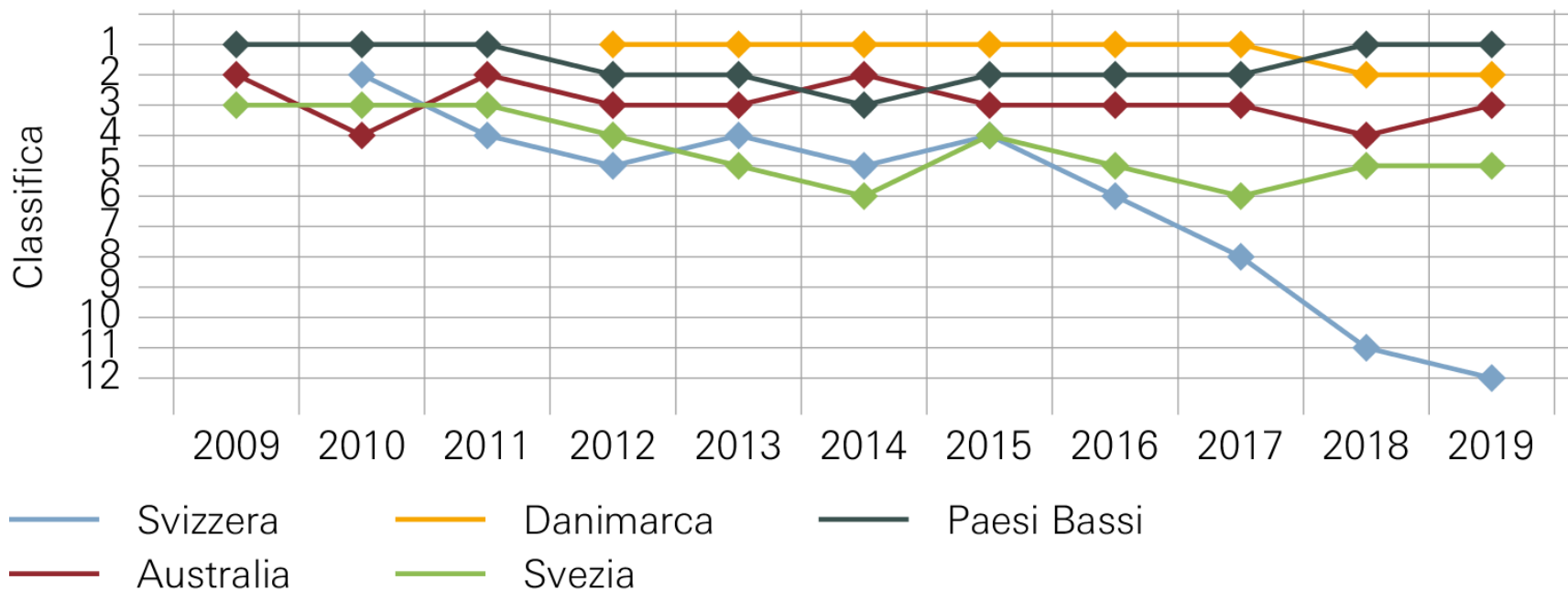


Fonte: Indice Credit Suisse delle casse pensioni svizzere.

Grafico 6

RAFFRONTO INTERNAZIONALE DEI SISTEMI PREVIDENZIALI

Mercer Global Pension Index



Fonte: Mercer.