



Undergraduate School

Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Diritto Pubblico dell'Economia

Demografia e mercati finanziari: il riequilibrio intergenerazionale come problema di stabilità sistemica

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Ludovica Villanova

CANDIDATO

Anno Accademico 2025/2026

Indice generale

Indice delle figure.....	3
Prefazione.....	5
Capitolo I – La fine della crescita naturale: morfologia di una trasformazione strutturale.....	7
1.1 La demografia come cambiamento lento ma cumulativo	7
1.2 Il declino della natalità e il tramonto della sostituzione generazionale	9
1.3 La longevità e il nuovo equilibrio generazionale.....	14
1.4 Dalla Life-Cycle Hypothesis agli equilibri macrofinanziari.....	20
1.5 Il vincolo demografico alla crescita economica.....	24
Capitolo II – Risparmio, capitale e trasformazione dei mercati nelle società ageing	31
2.1 Demografia e mercati finanziari: una relazione poco chiara	31
2.2 La domanda di attività finanziarie lungo il ciclo di vita: una lettura demografica	34
2.3 Struttura della ricchezza e comportamento finanziario delle famiglie: il caso italiano	36
2.4 La silver economy come driver di trasformazione economica e finanziaria	43
2.5 Squilibri intergenerazionali e nuove vulnerabilità del sistema finanziario.....	46
Capitolo III – Regolazione e strategie di riequilibrio nel capitalismo demograficamente maturo in Italia.....	49
3.1 Lo squilibrio demografico come vincolo alla sostenibilità del welfare e all’equilibrio intergenerazionale.....	49
3.1.1 La spesa pensionistica e l’individualizzazione del rischio sociale	50
3.1.2 La rigidità della spesa sanitaria e il fattore “ <i>Proximity to death</i> ”	51
3.1.3 L’emergenza della non autosufficienza e la crisi delle reti informali.....	53
3.2 Le risposte istituzionali	54
3.2.1 La riallocazione del rischio previdenziale	54
3.2.2 La regolazione e il potenziamento dei mercati dei capitali: il rafforzamento della previdenza complementare	56
3.2.3 L’adattamento del mercato del lavoro: age management e formazione.....	58
3.2.4 Politiche familiari e sostegno alla natalità: il tentativo di intervenire sulle cause dello squilibrio	60

3.3 Verso un nuovo equilibrio intergenerazionale: integrazione delle politiche economiche e gestione del rischio demografico	63
Conclusioni.....	65
Bibliografia.....	67
Sitografia	71

Indice delle figure

Figura 1- Numero medio di figli effettivi, desiderati e ideali tra le donne, per classi di età e Paese (2020-2023)	13
Figura 2 - Speranza di vita residua a sessantacinque anni - dati del 2023	16
Figura 3 - Piramide demografica in Italia nel 2024	17
Figura 4 - Piramide demografica nel mondo nel 2024	18
Figura 5 - Indice di dipendenza degli anziani: Italia, Area euro e principali economie mondiali (1970-2100)	27
Figura 6 - Spostamento delle curve di offerta di risparmio e domanda di investimento a seguito dell'invecchiamento demografico	29
Figura 7- Relazione tra età e prezzi azionari	33
Figura 8 - Allocazione delle attività finanziarie per età ³⁹	33
Figura 9 - Ricchezza media degli individui in base all'età (dicembre 2024)	38
Figura 10 – Reddito medio degli individui in base all'età (dicembre 2024) ⁴⁶	38
Figura 11 - La composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane nel periodo 2005-2020	39
Figura 12 - I sottoscrittori dei fondi comuni di investimento: distribuzione per età ed investimento medio per età	41
Figura 13 - Consumi individuali per età	43
Figura 14 - Composizione del paniere dei consumi over 60 vs under 30	45
Figura 15 - Spesa pubblica per pensioni – Scenario nazionale base	51
Figura 16 - Spesa pubblica per sanità – Scenario nazionale base	52
Figura 17 - Composizione della spesa sanitaria: concentrazione sulla cura e sulla riabilitazione rispetto alla prevenzione	53

Figura 18 - Spesa pubblica per LTC – Scenario nazionale base	53
Figura 19 - Gestione dei percorsi di carriera per i lavoratori senior	60

Prefazione

La demografia costituisce l'infrastruttura silenziosa entro cui si organizzano le dinamiche economiche, sociali e finanziarie di una collettività. Essa non esprime una mera variabile quantitativa, ma la matrice strutturale che orienta i processi di produzione, la distribuzione della ricchezza, la sostenibilità dei sistemi di welfare e, in ultima istanza, l'equilibrio tra le generazioni. Il cambiamento demografico che attraversano oggi le società contemporanee non può essere semplicemente rappresentato come un fenomeno ciclico o una fluttuazione statistica, ma si configura come una trasformazione epocale destinata a ridefinire le traiettorie dello sviluppo e la fisionomia dei mercati nel lungo periodo.

Gli studi demografici mostrano come l'Italia rappresenta un vero e proprio laboratorio anticipatore. È nel nostro Paese che si è verificato, per la prima volta in un grande Stato industrializzato, il capovolgimento generazionale che vede gli anziani superar numericamente i giovani. Questo *inverno demografico* ha quindi assunto ormai caratteri sistemici dal momento che le nascite si collocano stabilmente al di sotto del livello di sostituzione, la speranza di vita supera gli ottant'anni e il saldo naturale appare negativo da oltre due decenni.

Come suggeriva efficacemente l'economista e sociologo francese Alfred Sauvy, la demografia può essere paragonata alla lancetta delle ore di un orologio, l'economia a quella dei minuti e la politica a quella dei secondi. Sebbene quest'ultima appaia la più rapida e visibile, sono i lenti e quasi impercettibili mutamenti demografici a determinare lo scorrere del tempo e ad esercitare un'influenza profonda e persistente sulle strutture economico-sociali. Purtroppo, nel caso italiano, l'azione politica si è spesso rivelata attendista e sostanzialmente inadeguata, privilegiando programmi sociali calibrati sul consenso immediato piuttosto che volti ad esercitare la necessaria funzione di anticipazione e governo del mutamento.

Il cuore di questa tesi si propone di indagare il modo in cui tale rivoluzione anagrafica si riverbera sui mercati finanziari. Infatti, l'invecchiamento della popolazione incide profondamente sulla composizione e sulla dinamica del risparmio aggregato, affermazione avvalorata dalla *Teoria del Ciclo di Vita* di Franco Modigliani per la quale i comportamenti finanziari degli individui presentano profili strettamente legati all'età. L'accumulazione non risponde più solo all'esigenza di finanziare una breve fase post lavorativa, ma deve sostenere una durata della vita significativamente più estesa. La logica stessa del risparmio muta in tal senso, trasformandosi in uno strumento precauzionale di copertura contro il "rischio di longevità" e i mercati finanziari finiscono così per riflettere la struttura anagrafica della popolazione interpretandone le aspettative e amplificandone le tensioni.

Da qui emerge il vero nodo critico analizzato in questo lavoro, ovvero il riequilibrio intergenerazionale inteso come problema di stabilità sistemica. La demografia si configura oggi come una fonte autonoma di rischio, capace di incidere sugli equilibri macrofinanziari di lungo periodo. La riduzione della base produttiva e la simultanea estensione delle età avanzate, determinano infatti una crescente divergenza tra le generazioni che possiedono la ricchezza e quelle che sono invece chiamate a produrla, compromettendo il tradizionale equilibrio tra accumulazione e sostenibilità del sistema. Questo disallineamento altera il rapporto tra offerta di risparmio e domanda di capitale, esercitando pressioni strutturali al ribasso sui rendimenti reali e mettendo a dura prova la tenuta del welfare, che si trova a fronteggiare una contrazione della base contributiva a fronte di una spesa sanitaria e pensionistica sempre più rigida.

Comprendere il legame tra dinamiche demografiche e funzionamento dei mercati significa, quindi, interrogarsi sulla sostenibilità di lungo periodo del modello di crescita delle società avanzate poiché, se nel passato lo sviluppo è stato sostenuto da un ampio dividendo demografico, il presente impone di confrontarsi con il suo progressivo ribaltamento. Il fenomeno della *grande inversione demografica* non può dunque essere sottostimato, ma deve essere indagato come l'elemento cardine che impone una ridefinizione profonda delle scelte di allocazione del risparmio e dell'investimento, dell'assetto del nostro welfare e delle future strategie di regolazione economica.

Capitolo I – La fine della crescita naturale: morfologia di una trasformazione strutturale

1.1 La demografia come cambiamento lento ma cumulativo

La trasformazione demografica opera secondo una logica diversa rispetto agli shock economici tradizionali; essa, infatti, non si manifesta come rottura improvvisa, né produce effetti immediatamente percepibili ma, al contrario, agisce come un processo caratterizzato da una forte inerzia e da una capacità di accumulo progressivo degli squilibri. La natura graduale del fenomeno ne limita la rilevanza nel breve periodo, ma ne accresce la forza vincolante nel lungo termine, quando gli effetti risultano ormai strutturati e difficili da mitigare. In tal senso, nel lessico delle scienze sociali, la demografia costituisce una variabile a bassa frequenza ma ad elevato impatto strutturale, poiché incide, simultaneamente, su dimensione della popolazione, struttura per età e rapporti di dipendenza, generando vincoli persistenti sulle possibilità di adattamento dell'economia e delle istituzioni.

Nel caso italiano ed europeo, tale configurazione emerge con particolare chiarezza lungo l'arco temporale che va dal secondo dopoguerra alla fase più recente; in particolare, l'Italia entra nella seconda metà del Novecento con una dinamica espansiva segnata dalla ripresa delle nascite nel periodo del *baby boom* e da una struttura per età relativamente giovane; ma già dagli anni Sessanta la traiettoria ha iniziato a deviare. Il progressivo declino della fecondità si innesta sulle trasformazioni profonde dell'assetto economico e sociale iniziate in quegli anni, quali urbanizzazione, industrializzazione, diffusione dell'istruzione e ingresso crescente delle donne nel mercato del lavoro. È in questa fase che la riproduzione cessa di essere un destino implicito e diviene oggetto di una scelta consapevole, secondo la logica del *ready-willing-able* individuata da Coale¹.

Negli anni Settanta e Ottanta il declino della fecondità si intensifica, assumendo connotati sempre più strutturali, al punto che la crisi del paradigma fordista, le ripetute crisi petrolifere e l'incremento della disoccupazione si intrecciano con una più ampia trasformazione dei sistemi valoriali e delle aspettative individuali. In tale contesto si affermano orientamenti culturali post-moderni e edonistici², incentrati sulla realizzazione soggettiva, sul crescente rilievo della propria sfera relazionale e sulla progressiva dilatazione dei percorsi di transizione alla vita adulta. A ciò si aggiunga che l'allungamento della permanenza nel sistema educativo, la diffusione di contratti di lavoro meno stabili e la maggiore mobilità territoriale contribuiscono inevitabilmente a differire il momento in cui

¹ A.J. Coale, "The Demographic Transition Reconsidered", in *International Population Conference*, vol. I, Liege, IUSSP, 1973, pp. 53–72.

² R. Inglehart, *Modernization and Postmodernization. Cultural, Economic and Political Change in 43 Societies*, Princeton, Princeton University Press, 1997.

la maturità degli individui, personale ed economica, si definisce. In questo scenario, la decisione di avere figli tende a collocarsi in una fase più tardiva del ciclo di vita e il rinvio della genitorialità non rappresenta soltanto una scelta individuale (*career-oriented* o *family-oriented*), ma l'esito di un contesto che valorizza la stabilizzazione preliminare delle condizioni materiali e relazionali. La fecondità viene così subordinata a una serie di prerequisiti, quali il consolidamento professionale, l'autonomia abitativa, la stabilità della relazione di coppia o altro ancora. La letteratura ha descritto questo processo nei termini di *destandardizzazione delle carriere di vita*³, evidenziando proprio come le traiettorie familiari e professionali siano divenute più lunghe, frammentate e flessibili; si tratta di un frangente in cui diventare genitori assume le caratteristiche di un investimento ad alta intensità organizzativa e temporale e che, come tale, richiede un ambiente percepito come sufficientemente prevedibile. A causa di tale cambio di modello, la famiglia ha progressivamente perso la propria configurazione tradizionale, ponendosi come uno spazio meno vincolante e, soprattutto, reversibile⁴; questo rispetto a soltanto pochi anni prima, quando la sua formazione era scandita da tappe sequenziali e in qualche modo socialmente prescritte, quali il distacco dalla famiglia di origine, il matrimonio e la genitorialità.

Si osserva, altresì, una trasformazione delle forme familiari che vede la diffusione delle convivenze, l'aumento delle separazioni e la pluralizzazione dei modelli di unione, che ridisegnano il quadro entro cui si collocano le decisioni riproduttive. Ad ogni modo, questa maggiore flessibilità sebbene amplii lo spazio di libertà individuale, introduce un grado più elevato di incertezza nei percorsi di pianificazione familiare o, eventualmente, anche la decisione di non pianificare affatto.

Il modello tradizionale del *male bread winner* lascia quindi progressivamente spazio alla famiglia caratterizzata da un assetto *dual earner*⁵ ma, seppure l'occupazione femminile cresca in modo significativo, tale trasformazione non è accompagnata da un adeguato riequilibrio dei compiti di cura tanto che la doppia presenza femminile nel lavoro e nella sfera domestica non fa altro che accrescere il costo opportunità del diventare madre⁶.

Negli anni Novanta il fenomeno è incrementato, assumendo una dimensione qualitativamente nuova, poiché la fecondità italiana è scesa stabilmente sotto la soglia di 1,3 figli per donna, valore che lo fa

³ F.C. Billari, *L'analisi delle biografie e la transizione allo stato adulto*, Padova, Cleup, 2000.

⁴ In Italia, il processo di trasformazione della famiglia si accompagna a significativi mutamenti normativi: la legge n. 898 del 1° dicembre 1970 introduce il divorzio nell'ordinamento italiano, mentre la legge n. 194 del 22 maggio 1978 disciplina l'interruzione volontaria di gravidanza. Tali interventi legislativi contribuiscono a ridefinire il quadro istituzionale entro cui si collocano le scelte familiari e riproduttive.

⁵ P. Blossfeld, S. Drobnič (a cura di), *Careers of Couples in Contemporary Society*, Oxford, Oxford University Press, 2001.

⁶ L. Balbo, "La doppia presenza", in *Inchiesta*, n. 32, 1978, pp. 3–6.

rientrare nella configurazione definita da Kohler, Billari e Ortega come *lowest-low fertility*⁷; una soglia critica al di sotto della quale la dinamica di decrescita delle nascite assume carattere sistemico. Ciò detto, si comprende dunque come il cosiddetto *baby bust*⁸ non abbia rappresentato una semplice fase contingente, ma l'esito cumulativo di trasformazioni economiche, culturali ed istituzionali che hanno ridefinito il significato stesso della genitorialità.

Questa dinamica assume ulteriore rilevanza con la Grande Recessione del 2008, durante la quale la crisi agisce come acceleratore delle tendenze già in atto di rinvio o rinuncia alla genitorialità⁹, incidendo profondamente sulle scelte riproduttive attraverso fattori come l'aumento dell'incertezza occupazionale e la precarizzazione dei percorsi professionali. Tuttavia, ciò che rende strutturale la crisi demografica non inerisce semplicemente le scelte riproduttive, ma anche la contrazione della base riproduttiva stessa, giacché le generazioni nate negli anni della sub-sostituzione sono, nel tempo, diventate numericamente meno consistenti e, di conseguenza, anche a parità di comportamenti individuali, il numero complessivo delle nascite si è ridotto. Si attiva in questo modo un meccanismo di *inerzia demografica* o di *negative population momentum*, per cui la contrazione si autoalimenta nel tempo. Si realizza così uno shock demografico che deriva dalla combinazione e dalla sedimentazione di processi di lungo periodo, quali il declino della mortalità, la riduzione della fecondità e il mutamento dei modelli familiari, fattori che si rafforzano reciprocamente.

Come accennato in prefazione, la crisi demografica, considerata nella sua interezza anche sotto il profilo geografico, non può essere banalizzata nei termini di una mera flessione delle nascite. Essa, tanto in Italia quanto in ambito europeo, configura piuttosto un processo di trasformazione profondo, lento e progressivo della società, che rimodella la morfologia della popolazione alterandone gli equilibri tra generazioni e comprimendo gradualmente la base demografica su cui si basano l'offerta di lavoro, la sostenibilità del welfare e il potenziale di crescita. È proprio in questa trasformazione profonda dell'assetto demografico che si colloca uno snodo decisivo, quale il venir meno del fondamentale meccanismo di sostituzione tra generazioni.

1.2 Il declino della natalità e il tramonto della sostituzione generazionale

Il superamento della soglia di sostituzione demografica costituisce una delle trasformazioni strutturali più profonde delle società contemporanee. Convenzionalmente fissata a 2,1 figli per donna nei

⁷ H.P. Kohler, F.C. Billari, J.A. Ortega, "The Emergence of Lowest-Low Fertility in Europe During the 1990s", *Population and Development Review*, vol. 28, n. 4, 2002, pp. 641–680.

⁸ Il termine *baby bust* designa l'inversione del ciclo espansivo del secondo dopoguerra (c.d. *baby boom*) e l'avvio di una dinamica di contrazione strutturale della natalità.

⁹ D. Vignoli et al., "A Reflection on Economic Uncertainty and Fertility in Europe: The Narrative Framework", in *Genus*, vol. 76, art. 28, 2020.

contesti caratterizzati da bassa mortalità, tale soglia rappresenta il livello minimo di fecondità necessario affinché, in assenza di migrazioni, una popolazione mantenga nel tempo una consistenza numerica stabile assicurando il ricambio tra generazioni. Il valore della soglia non incorpora soltanto la sostituzione aritmetica dei due genitori, ma anche una componente compensativa legata alla mortalità prima dell'età riproduttiva e alle asimmetrie di genere alla nascita.

Quando la fecondità totale si colloca stabilmente al di sotto di questo livello, la dinamica demografica entra in una fase qualitativamente nuova, che non vede una semplice oscillazione ciclica delle nascite¹⁰, bensì una trasformazione del meccanismo stesso di riproduzione della popolazione. La sostituzione persistente implica che ogni generazione risulti numericamente inferiore alla precedente, modificando la struttura interna della popolazione e alterando il rapporto tra coorti generazionali.

Il quadro teorico entro cui questo processo è stato storicamente interpretato è quello della *transizione demografica*. Nella sua formulazione classica, sistematizzata nel secondo dopoguerra e riconsiderata criticamente da Coale¹¹ e Kirk¹², la transizione descrive il passaggio da un regime di alta natalità e alta mortalità a uno di bassa mortalità a cui, nel tempo, si vanno ad aggiungere anche livelli di bassa natalità. Il declino della fecondità veniva inizialmente interpretato come risposta razionale alla diminuzione della mortalità infantile e alla trasformazione delle condizioni socioeconomiche. In questa impostazione, la riduzione delle nascite costituiva una fase di adattamento destinata a stabilizzarsi intorno alla soglia di rimpiazzo senza implicare una contrazione demografica. Per cui, la dinamica di transizione era, in tal senso, vista come un processo lineare e irreversibile verso un nuovo punto di equilibrio demografico compatibile con il progresso e il miglioramento delle condizioni economiche.

L'evidenza empirica degli ultimi decenni ha tuttavia mostrato i limiti di tale lettura, tanto che in numerosi Paesi europei, la fecondità si è stabilizzata su livelli significativamente inferiori alla sostituzione. In Italia, il *Total Fertility Rate*¹³ è sceso sotto il livello di rimpiazzo alla fine degli anni Settanta, e non solo non è più risalito ma è ulteriormente sceso, portandosi, dalla metà degli anni Novanta ad oggi, stabilmente sotto 1,5 figli per donna e con fasi prossime o inferiori a 1,3 (*lowest-low fertility*¹⁴).

¹⁰ Le oscillazioni cicliche delle nascite si configurano come fenomeni ricorrenti nella storia delle popolazioni e spesso connessi a crisi economiche, conflitti o shock sanitari.

¹¹ A.J. Coale, "The Demographic Transition Reconsidered", cit., pp. 53–72.

¹² D. Kirk, "Demographic Transition Theory", in *Population Studies*, vol. 50, 1996, pp. 361–387.

¹³ Il *Total Fertility Rate* (TFR) costituisce uno degli indicatori fondamentali della demografia economica e misura il numero medio di figli che una donna avrebbe nel corso della propria vita riproduttiva qualora sperimentasse, a ciascuna età, i tassi di fecondità specifici osservati in un determinato periodo.

¹⁴ H.P. Kohler, F.C. Billari, J.A. Ortega, "The Emergence of Lowest-Low Fertility in Europe During the 1990s", cit., pp. 641–680.

La rilevanza del fatto trascende il dato numerico, poiché la persistenza di livelli inferiori alla sostituzione produce effetti di trascinamento sulle generazioni successive e rende strutturalmente improbabile, nel breve periodo, un recupero spontaneo della fecondità.

La fase attuale si distingue per tre aspetti fondamentali. In primo luogo, la persistenza temporale del fenomeno che ne conferma la tendenza a cronicizzarsi. In secondo luogo, la sua estensione geografica, giacché quel che appariva una peculiarità delle economie avanzate si è progressivamente diffusa anche nei Paesi a medio reddito mettendo in discussione la tradizionale relazione inversa tra sviluppo e natalità. In terzo ed ultimo luogo, la limitata reattività al ciclo economico, poiché le riprese congiunturali non hanno determinato un ritorno al livello di rimpiazzo, suggerisce che le determinanti della fecondità siano radicate in trasformazioni strutturali dell'organizzazione sociale.

Questa triplice evidenza impone una revisione del paradigma interpretativo e, se la teoria classica spiegava il declino della fecondità come risposta funzionale alla riduzione della mortalità e alla modernizzazione economica, la stabilizzazione su livelli permanentemente inferiori al rimpiazzo suggerisce che il cambiamento investa dimensioni più profonde dell'assetto culturale e istituzionale delle società avanzate. È in tale contesto che si inserisce la teoria della *Seconda Transizione Demografica*, proposta da Lesthaeghe e van de Kaa¹⁵, poi ulteriormente sviluppata fino ai contributi più recenti¹⁶, in base alla quale la fecondità non è più soltanto funzione di vincoli materiali, ma espressione di un mutamento culturale che ridefinisce il significato stesso della scelta di avere figli.

Ad ogni modo, è importante sottolineare che la *Seconda Transizione Demografica* non implica un rifiuto della genitorialità. Le indagini comparative mostrano a tal proposito che l'ideale di due figli rimane relativamente stabile in molti contesti europei¹⁷ ma che, nonostante ciò, la fecondità realizzata risulti sistematicamente inferiore a quella desiderata. Tale *intention-behaviour gap*¹⁸, da intendere come discrepanza tra progetti riproduttivi dichiarati e comportamenti effettivi, non riflette un mutamento radicale delle preferenze, bensì l'interazione tra aspirazioni e vincoli strutturali, quali instabilità lavorativa, incertezza economica, costi e opportunità della maternità (*motherhood*

¹⁵ R. Lesthaeghe, D.J. van de Kaa, "Twee Demografische Transitie's?", in D.J. van de Kaa, R. Lesthaeghe (a cura di), *Bevolking: Groei en Krimp*, Deventer, Van Loghum Slaterus, 1986, pp. 9–24.

¹⁶ R. Lesthaeghe, "The Second Demographic Transition, 1986–2020: Sub-Replacement Fertility and Rising Cohabitation", in *Genus*, vol. 76, 2020, pp. 1–38.

¹⁷ C. Friedrich, M. Bujard, *Intended, Ideal and Actual Fertility in 11 European Countries. Evidence on Fertility Gaps in Different Age Groups from the Generations and Gender Survey*, Wiesbaden, Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung (Federal Institute for Population Research, BiB), 2025.

¹⁸ I. Ajzen, "The Theory of Planned Behavior" in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 50, n. 2, 1991, pp. 179–211.

*penalty*¹⁹), che ostacolano la piena realizzazione dei progetti familiari e fanno differire *sine die* il momento del concepimento.

L'elemento decisivo non è tanto la riduzione delle aspirazioni, quanto la crescente condizionalità delle scelte riproduttive, ed è qui che la fecondità osservata riflette la discrasia tra intenzioni e vincoli strutturali, tra desideri individuali e assetti istituzionali.

Ne deriva che il tramonto della sostituzione demografica non è il risultato di un unico fattore, tradizionalmente economico, ma l'effetto combinato di trasformazioni culturali, istituzionali e relazionali che ridefiniscono in profondità il regime riproduttivo delle società contemporanee.

Se però la teoria della cosiddetta *Seconda Transizione Demografica* consente di comprendere la radice culturale e istituzionale della sub-sostituzione persistente, è necessario ora analizzarne i meccanismi demografici concreti. Il declino della fecondità non si manifesta soltanto come riduzione del numero medio di figli per donna ma si intreccia con una profonda riorganizzazione dei tempi della riproduzione che incide, in modo diretto, sulla dinamica complessiva delle nascite. Uno degli snodi centrali della fase attuale è infatti rappresentato dall'aumento sistematico dell'età media della donna alla nascita del primo figlio. In molti Paesi europei tale età ha superato stabilmente i trent'anni, con valori ancora più elevati nei Paesi del sud, e non si tratta di una semplice variazione cronologica neutra rispetto alla fecondità complessiva.

A questo proposito, la letteratura distingue tra effetti di calendario (*tempo effect*²⁰) ed effetti di *quantum*: i primi riguardano lo spostamento delle nascite lungo il ciclo di vita, mentre i secondi concernono il numero totale di figli che una coorte femminile avrà al termine del periodo riproduttivo. In linea teorica, un rinvio delle nascite potrebbe non alterare la fecondità finale, qualora fosse integralmente compensato da recuperi successivi. Tuttavia, l'evidenza empirica mostra che tale recupero è spesso incompleto perché, di fatto, con il passare dell'età di concepimento, il posticipo riduce la finestra temporale disponibile per ulteriori gravidanze e aumenta l'esposizione al rischio di sviluppare patologie; amplifica, inoltre, l'impatto di eventuali discontinuità come l'instabilità lavorativa, le rotture di coppia o la mobilità territoriale che possono intervenire tra il primo e il secondo figlio. Di conseguenza, una parte della fecondità rinviata si traduce in fecondità definitivamente non realizzata.

¹⁹ Michelle J. Budig e Paula England hanno coniato il termine in uno studio del 2001 (The Wage Penalty for Motherhood), osservando come la maternità determini una riduzione dei salari anche dopo aver controllato per istruzione, esperienza lavorativa e altri fattori individuali. M.J. Budig, P. England, "The Wage Penalty for Motherhood" in *American Sociological Review*, vol. 66, n. 2, 2001, pp. 204-225.

²⁰ W. Lutz, V. Skirbekk, "Policies Addressing the Tempo Effect in Low-Fertility Countries", in *Population and Development Review*, vol. 31, n. 4, 2006, pp. 699-720.

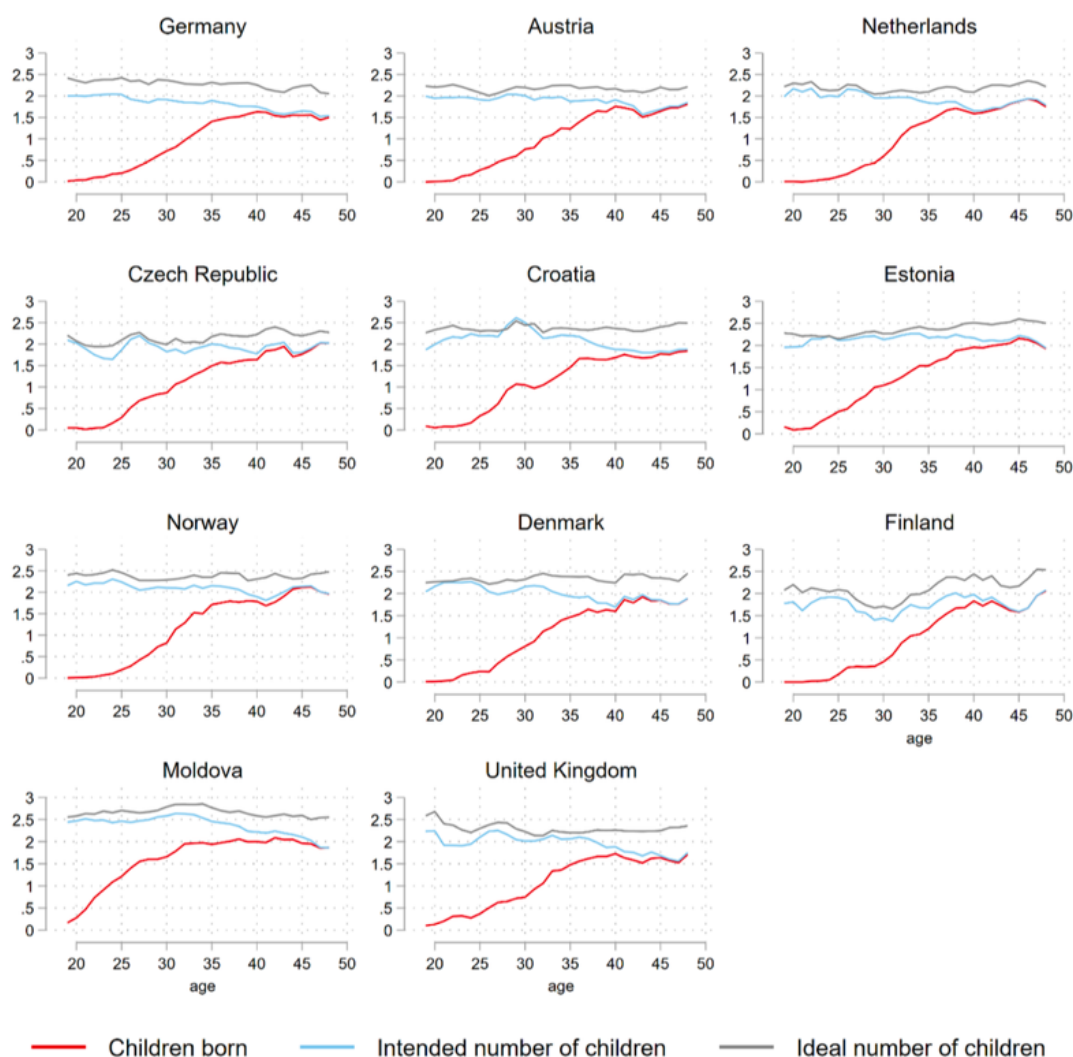


Figura 1- Numero medio di figli effettivi, desiderati e ideali tra le donne, per classi di età e Paese (2020-2023) ²¹

Lutz e Skirbekk²² hanno mostrato come il *tempo effect* possa generare una distorsione sistematica della fecondità periodale, contribuendo alla stabilizzazione su livelli persistentemente bassi. Quando intere generazioni rinviando sistematicamente la maternità, il *Total Fertility Rate* annuale si riduce; se il recupero è parziale, anche il numero medio di figli realizzato nell'arco della vita riproduttiva delle generazioni interessate finisce per collocarsi su valori inferiori rispetto alle intenzioni originarie.

A questo si aggiunge un secondo elemento, di natura compositiva. Nei contesti caratterizzati da sub-sostituzione protratta per più decenni, ogni generazione di donne in età riproduttiva è meno numerosa della precedente. Per cui, anche a parità di comportamento individuale, la riduzione del numero di potenziali madri comporterebbe comunque un calo delle nascite complessive. Si attiva così

²¹ Fonte: GGS-II Germany (2021-2022), GGS-II Austria (2022-2023), GGS-II Netherlands (2022-2023), GGS-II, Czech Republic (2020-2022), GGS-II Croatia (2023), GGS-II Estonia (2021-2022), GGS-II Norway (2020), GGS-II Denmark (2021), GGS-II Finland (2021-2022), GGS-II Moldova (2020), GGS-II United Kingdom (2022-2023); three-year moving average, weighted data.

²² W. Lutz, V. Skirbekk, M.R. Testa, "The Low Fertility Trap Hypothesis: Forces that May Lead to Further Postponement and Fewer Births in Europe", in *Vienna Yearbook of Population Research*, 2006, pp. 167-192.

un effetto sedimentato per il quale la contrazione delle coorti riduce la base potenziale della riproduzione, rendendo più difficile un ritorno rapido verso il rimpiazzo.

In tale quadro, i meccanismi individuati dalla letteratura si rafforzano reciprocamente e prende forma l'ipotesi della *low fertility trap*²³, elaborata da Lutz, Skirbekk e Testa, secondo cui, la permanenza su livelli estremamente esigui di fecondità, può generare un equilibrio demografico autoreferenziale. Ipotesi sostenuta da tre meccanismi interconnessi di seguito elencati.

Il primo è quantitativo e vede coorti più piccole che producono meno nascite, restringendo ulteriormente la base riproduttiva delle generazioni successive. Il secondo è temporale e si sostanzia nel rinvio persistente del momento del concepimento, circostanza che aumenta la probabilità di avere meno figli rispetto a quelli desiderati. Nel terzo meccanismo, normativo-culturale, la diffusione di modelli familiari a uno o nessun figlio può progressivamente influenzare le aspettative sociali, modificando nel tempo anche il numero di figli ritenuto ideale dalla coppia.

L'elemento decisivo dell'ipotesi non è l'inevitabilità della "trappola", bensì la possibilità che si instauri un equilibrio stabile a bassa fecondità dal quale risulti difficile uscire spontaneamente e che, in mancanza di correttivi, porterebbe inevitabilmente a uno squilibrio sistemico. È a partire da questa configurazione dei comportamenti riproduttivi che diventa possibile comprendere la trasformazione complessiva del processo demografico contemporaneo, laddove la riduzione continua delle nascite non costituisce un episodio transitorio, ma la prima componente di un riequilibrio più ampio. L'analisi che ne deriva richiede di affiancare alla dimensione riproduttiva l'altra grande dinamica della modernità avanzata, ovvero l'allungamento della vita.

1.3 La longevità e il nuovo equilibrio generazionale

Come abbiamo visto nel paragrafo precedente, la contrazione della fecondità incide sulla consistenza numerica delle generazioni ma, la trasformazione demografica non può essere compresa senza affiancare a tale dimensione riproduttiva l'altro grande vettore di mutamento, ovvero l'allungamento della durata della vita.

Tale fenomeno non si esaurisce dunque in una contrazione delle nascite, ma si sostanzia anche nell'espansione progressiva delle età avanzate; pertanto, la modernità demografica è il frutto dell'interazione tra una rarefazione delle generazioni più giovani e l'estensione strutturale della sopravvivenza nelle età adulte. In questa prospettiva la longevità non va vista unicamente come un esito benefico del progresso sanitario e sociale, ma anche come una variabile demografica capace di

²³ M.R. Testa, S. Basten, "Certainty of Meeting Fertility Intentions Declines in Europe During the 'Great Recession'", in *Demographic Research*, vol. 31, n. 23, 2014, pp. 687-734.

riconfigurare la forma interna della popolazione e, con essa, influenzare le condizioni entro cui si organizzano rapporti economici, istituzioni sociali e vincoli di lungo periodo.

Il progressivo innalzamento del tenore di vita delle popolazioni occidentali ha portato al miglioramento delle condizioni alimentari e a significativi avanzamenti della medicina preventiva e curativa, nonché a mutamenti culturali e comportamentali che, nel corso del Novecento, hanno determinato una trasformazione profonda del regime di sopravvivenza e dei modelli di incidenza patologica.

Una sistematizzazione teorica di tale evoluzione è offerta dalla transizione epidemiologica di Abdel R. Omran (1971), che concepisce lo sviluppo demografico moderno come un processo trifasico, nel quale mutano progressivamente le relazioni tra mortalità, malattia e composizione per età.

Nella prima fase, definita “età della pestilenza e della carestia”, la mortalità è elevata, fortemente instabile e con aspettative di vita generalmente inferiori ai trent’anni. Le cause di morte risultano prevalentemente riconducibili a epidemie, malattie infettive, precarie condizioni igienico-sanitarie e carenze nell’alimentazione. In tale contesto, la crescita demografica è lenta e soggetta a frequenti interruzioni dovute a shock esogeni.

Con il miglioramento delle condizioni di vita e con i progressi della medicina si avvia una seconda fase, denominata “età della regressione delle pandemie”, caratterizzata da una progressiva e relativamente rapida riduzione della mortalità, favorita dall’introduzione di innovazioni mediche, dal miglioramento delle infrastrutture igieniche e dall’incremento della sicurezza alimentare. In questo caso, le grandi epidemie tendono a perdere di intensità e frequenza, mentre l’aspettativa di vita si colloca mediamente tra i trenta e i cinquant’anni e, l’effetto combinato di queste dinamiche, provoca un effetto virtuoso che si traduce in una significativa accelerazione della crescita demografica.

Nella terza fase, definita “età delle malattie degenerative e di origine antropica”, la mortalità si concentra prevalentemente nelle età adulte e avanzate, con una speranza di vita che supera stabilmente i settant’anni. Le patologie infettive cedono il primato causale a malattie cronico-degenerative, cardiovascolari, oncologiche e metaboliche nonché a condizioni strettamente correlate agli stili di vita e ai comportamenti individuali; conseguentemente a ciò, e grazie ai continui progressi nel campo medico, la sopravvivenza si estende in modo significativo lungo tutto l’arco della vita.

L’evoluzione più recente segnala un’ulteriore fase caratterizzata dal declino della mortalità cardiovascolare e dall’emergere di nuove patologie. L’esito complessivo non equivale dunque ad una semplice diminuzione della mortalità generale, bensì ad una redistribuzione del rischio di morte lungo l’arco della vita dal momento che si riduce drasticamente la probabilità di decesso nelle età infantili e giovanili e aumenta la frequenza di sopravvivenza fino alle età mature e anziane.

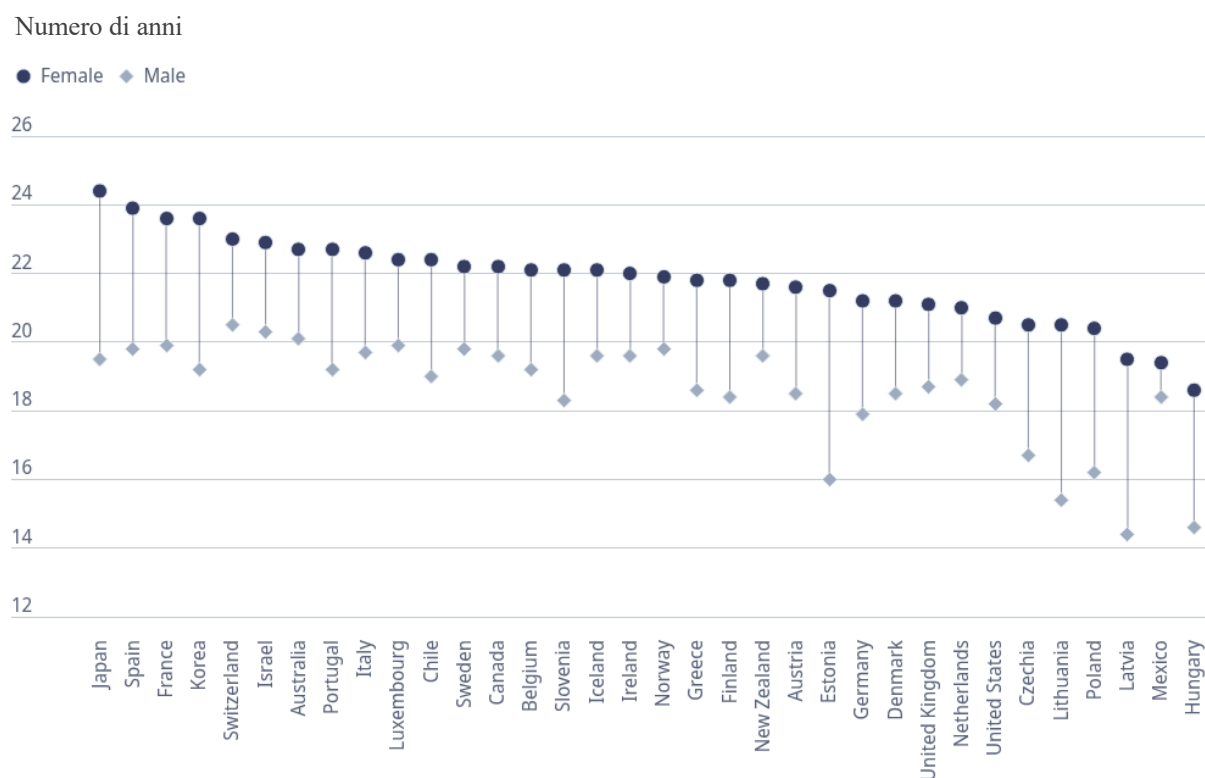


Figura 2 - Speranza di vita residua a sessantacinque anni - dati del 2023 ²⁴

Pertanto, detto mutamento rende insufficiente una valutazione fondata esclusivamente sulla speranza di vita alla nascita. Ciò che caratterizza le società mature risulta essere soprattutto l'estensione della sopravvivenza nelle età adulte e avanzate, e non si tratta soltanto di vivere più a lungo, ma di vivere più a lungo nelle età alte. In tale contesto assume particolare rilievo l'indicatore della speranza di vita residua a sessantacinque anni, che misura la durata attesa della fase successiva all'uscita dall'attività produttiva. L'incremento sistematico di questo indicatore nelle economie avanzate ha comportato un prolungamento significativo della vita post-lavorativa.

Questa dinamica comporta una riconfigurazione del ciclo di vita individuale poiché, se in passato la fase di quiescenza risultava relativamente breve e concentrata negli ultimi anni dell'esistenza, oggi essa si estende su un arco temporale considerevole, trasformandosi in una componente stabile e prolungata della struttura economica del ciclo di vita. L'estensione della sopravvivenza produce, inoltre, una più lunga compresenza tra generazioni che vede la coesistenza tra nonni, genitori e figli, con effetti positivi sulla struttura delle relazioni familiari e sui meccanismi di sostegno intergenerazionale.

²⁴ Fonte: OECD, *Life Expectancy at 65*, OECD Data Portal, disponibile su: <https://www.oecd.org/en/data/indicators/life-expectancy-at-65.html>

Volendo ricostruire graficamente la combinazione tra bassa natalità e maggiore sopravvivenza, si può chiaramente vedere una trasformazione della struttura demografica. In questa rappresentazione, le società caratterizzate da elevata fecondità vedono la popolazione assumere tradizionalmente la forma di una piramide, la cui base, composta dalle generazioni giovani, è ampia mentre il vertice, formato dalle generazioni anziane, è relativamente stretto. Quando la fecondità diminuisce e la sopravvivenza aumenta, questa forma tende progressivamente a modificarsi, la base della piramide si restringe, mentre il vertice si allarga a causa dell'incremento delle classi di età più avanzate facendo sì che il grafico assuma una forma verticale o quasi rettangolare. Le figure sottostanti riportano esattamente la struttura per età e per genere della popolazione, mettendo a confronto la configurazione demografica italiana con quella dell'intero pianeta nel 2024.

Nel dettaglio, la piramide relativa all'Italia evidenzia una forma più stretta alla base e più ampia nelle classi di età centrali ed avanzate, riflettendo chiaramente l'intensità del processo di invecchiamento demografico che contraddistingue il nostro Paese.

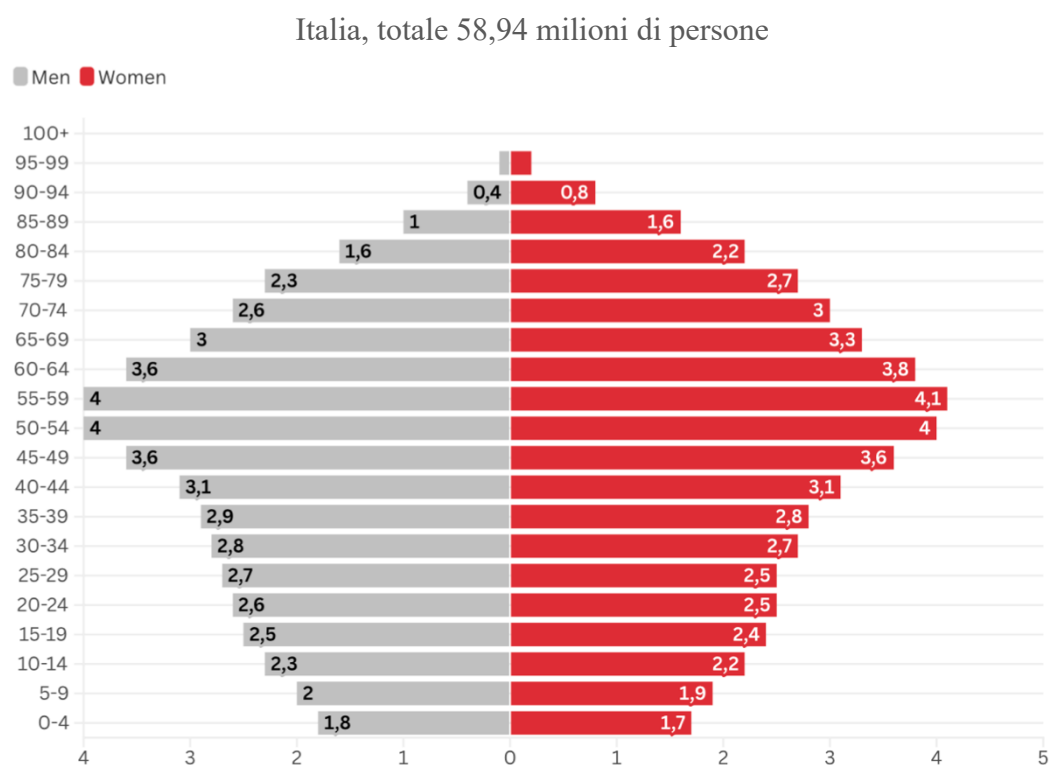


Figura 3 - Piramide demografica in Italia nel 2024 ²⁵

Per quanto invece attiene alla successiva piramide della popolazione mondiale, questa mantiene ancora una struttura relativamente ampia nelle classi giovani, pur mostrando segnali di graduale

²⁵ Fonte: Population Pyramid, Italy 2024, Struttura per età della popolazione italiana, disponibile su: <https://www.populationpyramid.net/italy/2024/>

restringimento della base quale indice di un rallentamento della crescita demografica globale. Il confronto tra le due strutture evidenzia dunque come l'Italia si trovi in uno stadio maggiormente avanzato della transizione demografica rispetto al valore medio del mondo.

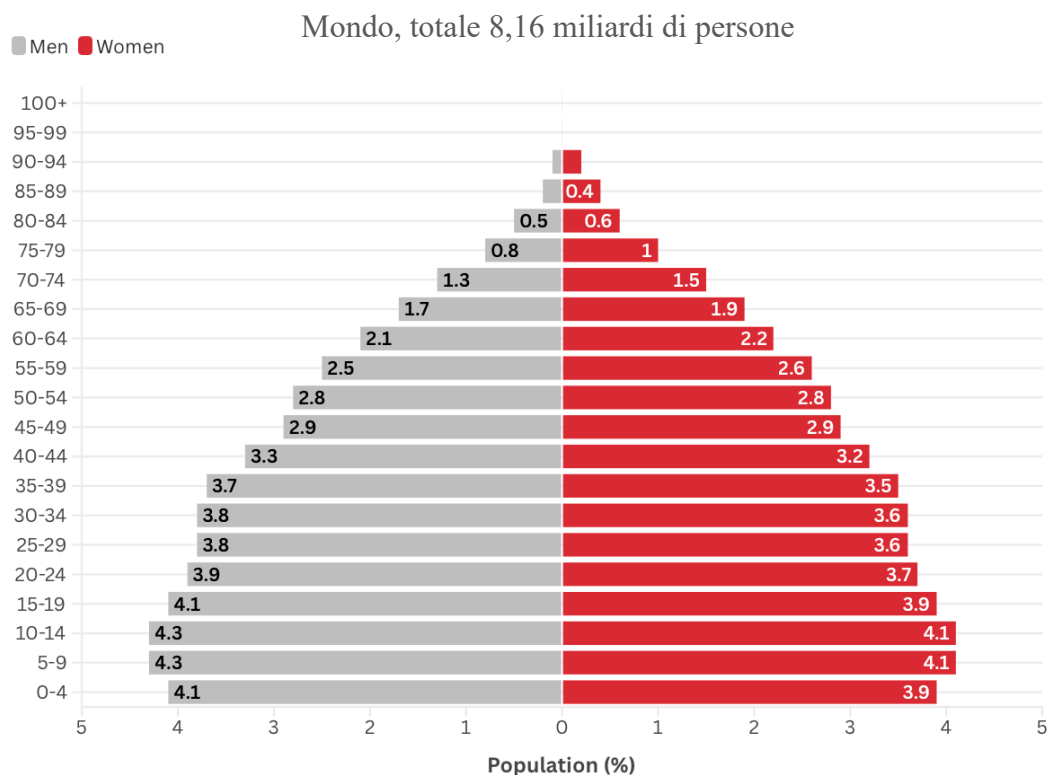


Figura 4 - Piramide demografica nel mondo nel 2024 ²⁶

In questo quadro, l'*old-age dependency ratio*, costituisce un indicatore di sintesi particolarmente efficace della riconfigurazione in atto poiché misura il rapporto tra popolazione anziana e popolazione in età lavorativa, offrendo una rappresentazione immediata della trasformazione nelle proporzioni tra le diverse età e, più in profondità, della nuova geometria di vincoli che gravano sulle generazioni attive.

La rimodulazione della struttura per età non resta confinata alla dimensione descrittiva, ma incide sulla logica allocativa attraverso cui le società distribuiscono risorse e diritti lungo il ciclo di vita. In condizioni ordinarie, la fase centrale dell'esistenza è associata alla produzione di un saldo positivo tra reddito e consumi; al contrario, nelle età iniziali e, soprattutto, in quelle successive all'uscita dal mercato del lavoro, il consumo tende ad eccedere la produzione individuale, richiedendo, nel primo caso, forme di copertura basate su trasferimenti istituzionali e familiari, nel secondo caso, invece, il ricorso al patrimonio accumulato.

²⁶ Fonte: Population Pyramid, World 2024, Struttura per età della popolazione mondiale, disponibile su <https://www.populationpyramid.net/world/2024>

L'estensione della sopravvivenza in età avanzata modifica la natura stessa della dipendenza dal momento che non si tratta di un mero aumento numerico della popolazione anziana, ma, piuttosto, dell'ampliamento dell'orizzonte temporale entro cui la condizione di anzianità si manifesta, con effetti peraltro cumulativi sulla sostenibilità dei meccanismi di finanziamento.

Le evidenze prodotte nell'ambito dei National Transfer Accounts²⁷ confermano questa lettura, mostrando come l'invecchiamento determini una ricalibratura dei profili di trasferimento tra generazioni. Quando la durata della vita post-lavorativa si espande, i flussi di sostegno, pensionistici, sanitari e assistenziali non aumentano solo in intensità, ma si distribuiscono su una traiettoria più lunga, imponendo un adattamento delle modalità di produzione e redistribuzione delle risorse. Ne consegue che l'equilibrio intergenerazionale non viene infranto ma traslato, dovendo essere ricostruito su basi differenti rispetto a quelle che avevano caratterizzato contesti storici nei quali la permanenza delle età di quiescenza risultava più contenuta. Il nuovo equilibrio generazionale va quindi inteso come un equilibrio temporale, in cui cresce la quota di vita collettiva trascorsa nelle età di dipendenza anziana e si riduce, in termini relativi, la porzione in cui la popolazione attiva genera eccedenze. Tale mutamento ridefinisce la proporzione tra tempo di contribuzione e tempo di percezione dei trasferimenti, incidendo sull'architettura complessiva dei rapporti tra generazioni. Non è ancora questione di misurarne gli esiti macroeconomici aggregati, quanto di riconoscere che la demografia riorganizza la durata relativa delle fasi di vita e, con essa, la sequenza dei flussi economici che attraversano la società.

La medesima riconfigurazione investe l'offerta potenziale di lavoro ove, la riduzione relativa della popolazione in età attiva, contestuale all'espansione delle età anziane, non si traduce soltanto in una contrazione quantitativa della forza lavoro, ma anche in un mutamento della sua composizione che vede crescere l'età media degli occupati; conseguentemente si riorganizza la distribuzione di esperienza e competenze e si restringe, in termini relativi, la platea delle coorti in ingresso.

In un quadro teorico elementare, la dinamica del prodotto di lungo periodo dipende dall'interazione tra lavoro, capitale e progresso tecnico. Quando il contributo demografico sul lavoro rallenta o si riduce, la crescita tende a perdere la componente estensiva e diviene relativamente più dipendente dai fattori qualitativi quali capitale umano, innovazione, organizzazione produttiva con un ruolo più centrale della produttività totale dei fattori. In tal senso, si attenua il dividendo demografico e si

²⁷ Le *National Transfer Accounts* (NTA) costituiscono un sistema di contabilità economico-demografica che integra i conti nazionali tradizionali con la dimensione dell'età, consentendo di misurare la produzione, il consumo e la redistribuzione delle risorse tra coorti lungo l'intero ciclo di vita, nonché di analizzare i trasferimenti pubblici e privati tra generazioni.

profila, per molte economie mature, una configurazione di vincolo di capacità che rende maggiormente stringente il requisito di efficienza.

Ciò non autorizza, tuttavia, una lettura deterministica poiché l'invecchiamento non coincide necessariamente con un destino di declino, ma definisce l'insieme dei vincoli entro cui la crescita può dispiegarsi. La riduzione della base produttiva va intesa come mutamento del ritmo sostenibile di sviluppo e della traiettoria potenziale, non come impoverimento automatico; essa opera attraverso una lenta, ma persistente, riallocazione dei pesi relativi tra le età sociali, incidendo sul rapporto tra tempo di contribuzione e tempo di percezione dei trasferimenti. Le esperienze delle economie che hanno attraversato precocemente l'invecchiamento avanzato suggeriscono, peraltro, che la contrazione della popolazione in età lavorativa è compensabile solo parzialmente tramite un aumento della partecipazione o un prolungamento della vita attiva, e che la tenuta di assi di crescita positivi richiede un rafforzamento sostanziale delle determinanti della produttività.

Nel quadro delineato, la longevità assume dunque un significato duplice: da un lato, amplia la durata della dipendenza anziana e rimodula i flussi di sostegno tra generazioni, dall'altro, ristrutturata la base produttiva intervenendo sulla dimensione e sulla composizione della forza lavoro. Ne risulta una trasformazione che è simultaneamente biologico-sanitaria e socioeconomica per la quale la sopravvivenza si estende, la struttura per età si verticalizza, la dipendenza si prolunga nel tempo e il circuito intergenerazionale delle risorse deve essere ricostituito su basi nuove, tanto nella sfera dei trasferimenti quanto in quella della produzione. La demografia, in tal senso, non agisce come determinante immediata delle fluttuazioni congiunturali, ma come cornice entro cui si definiscono possibilità e vincoli dello sviluppo di lungo periodo.

È precisamente su questa ridefinizione temporale della vita collettiva che si innesta il passaggio teorico successivo: quando la sopravvivenza alle età avanzate diviene un'esperienza ordinaria e la fase post-lavorativa si estende, muta l'orizzonte entro cui individui e famiglie pianificano consumo, risparmio ed accumulazione. La durata attesa della vita entra così, a pieno titolo, tra le variabili che governano le scelte intertemporali ed i meccanismi di formazione della ricchezza e, a partire da tale nesso, è possibile ricostruire come l'allungamento della vita e la riconfigurazione della struttura per età si traducano, sul piano microeconomico, in profili di risparmio differenziati lungo il ciclo di vita e, sul piano macroeconomico, in una rimodulazione dei flussi di capitale e degli equilibri del sistema finanziario.

1.4 Dalla Life-Cycle Hypothesis agli equilibri macrofinanziari

Se nei paragrafi precedenti è stato evidenziato come la trasformazione demografica modifichi la consistenza relativa delle generazioni e la durata delle diverse fasi della vita, si rende ora necessario

chiarire attraverso quali meccanismi tale mutamento si traduca in comportamenti economici eterogenei e, per il loro tramite, in effetti aggregati sul funzionamento del sistema finanziario. Il punto decisivo è che la struttura per età non rappresenta soltanto una descrizione statistica della popolazione, ma costituisce una vera e propria architettura dei comportamenti economici che condiziona la formazione del reddito, l'intensità del consumo, la capacità di risparmio, la domanda di attività patrimoniali e la necessità di trasferimenti tra generazioni. In altri termini, l'età colloca gli individui in posizioni profondamente differenti rispetto alla produzione di risorse, al loro impiego e alla loro conservazione nel tempo.

In questa prospettiva, il riferimento teorico imprescindibile è costituito dalla *Life-Cycle Hypothesis*, elaborata da Franco Modigliani²⁸ e dal suo allievo Richard Brumberg²⁹; teoria che rompe con una visione strettamente contemporanea del consumo, introducendo, invece, una logica intertemporale della decisione economica. Secondo tale impostazione, gli individui non regolano i propri consumi unicamente in funzione del reddito percepito nel presente, ma li distribuiscono lungo l'intero arco della vita cercando di mantenere, per quanto possibile, una traiettoria relativamente stabile del tenore di consumo nonostante la discontinuità dei redditi percepiti nelle diverse età. In quest'ottica il risparmio assolve una funzione di collegamento tra fasi temporalmente asimmetriche dell'esistenza, dal momento che esso consente di trasferire risorse dalla stagione della piena capacità reddituale a quella in cui il reddito si riduce o cessa, rendendo così possibile una continuità dei livelli di vita non altrimenti sostenibile.

Ne deriva un profilo del ciclo economico individuale che, in linea teorica, presenta tre grandi momenti. Nelle età iniziali, il consumo eccede normalmente il reddito prodotto poiché l'individuo si trova ancora in una fase di formazione e di ingresso incompleto nel mercato del lavoro; in tale tratto dell'esistenza, il disavanzo è colmato mediante trasferimenti pubblici, sostegno familiare o, in misura più limitata, ricorso al credito. Nelle età centrali, invece, la partecipazione al lavoro raggiunge il suo apice, il reddito cresce, e si apre la fase della accumulazione patrimoniale in cui il risparmio rappresenta la quota di reddito non consumata e destinata a finanziare il consumo futuro. Infine, nelle età successive all'uscita dal lavoro il reddito da attività si contrae e la continuità del consumo è resa possibile dalla dissipazione delle risorse precedentemente accumulate, dalle prestazioni pensionistiche e da altri trasferimenti.

²⁸ F. Modigliani, "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital", in *Social Research*, vol. 33, n. 2, 1966, pp. 160–217.

²⁹ F. Modigliani, R. Brumberg, "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data", in K.K. Kurihara (a cura di), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, Rutgers University Press, 1954, pp. 388–436.

Tuttavia, la portata euristica della *Teoria del Ciclo di Vita* non si esaurisce nel disegno astratto di una biografia economica individuale, al contrario, il suo rilievo cresce quando essa viene proiettata sul piano aggregato. Infatti, se individui di età diverse presentano sistematicamente differenti propensioni al consumo, al risparmio e alla detenzione di ricchezza, la composizione per età della popolazione inciderà direttamente sul volume complessivo del risparmio nazionale, sulla sua stabilità e sulla forma assunta dai circuiti finanziari. Dall'altra parte, un'economia ove prevalgono le età centrali della vita sarà, a parità di altre condizioni, più incline alla formazione di eccedenze finanziarie, mentre un'economia in cui aumenti il peso relativo delle età anziane vedrà invece modificarsi la relazione tra reddito prodotto e consumo finanziato, con un mutamento della struttura stessa dei flussi patrimoniali. Di conseguenza, il risparmio aggregato non si configura come una semplice somma aritmetica di decisioni individuali indipendenti, ma come una conseguenza macroeconomica della nuova emergente struttura demografica.

In tale contesto, l'invecchiamento non implica soltanto un aumento numerico della popolazione anziana, ma una redistribuzione sistematica del peso economico delle diverse età: allorché si riduce la quota di individui collocati nelle fasi di massima capacità reddituale e cresce quella di coloro che si trovano in età di quiescenza, cambia la struttura dell'offerta di risparmio dell'economia. Il risultato non è meccanicamente una caduta del risparmio complessivo, poiché entrano in gioco numerosi fattori compensativi, ma è certamente una sua trasformazione qualitativa. Infatti, nelle società longeve e a bassa fecondità, l'accumulazione non risponde più soltanto all'esigenza di finanziare una breve fase post-lavorativa, bensì a quella di sostenere una durata della vita significativamente più estesa, segnata da maggiore incertezza sanitaria e da bisogni assistenziali più lunghi; senza contare orizzonti di pianificazione più ampi, la volontà di lasciare il proprio patrimonio in eredità, il desiderio di conservare margini di autonomia economica, la presenza di asset immobiliari difficilmente liquidabili o la permanenza di trasferimenti pensionistici relativamente stabili. In questo periodo del ciclo di vita si continuano, infatti, a detenere quote rilevanti di ricchezza che talora mantengono livelli di risparmio positivi ben oltre l'età del pensionamento. E così la stessa logica del risparmio muta, da semplice trasferimento intertemporale di risorse tra età contigue a strumento di copertura di un rischio di longevità sempre più rilevante. È qui che il modello standard del ciclo di vita mostra, al tempo stesso, la propria forza e i propri limiti; esso è utile per comprendere il nesso tra età e comportamento economico, tuttavia, l'evidenza empirica contemporanea suggerisce come la fase dell'anzianità non coincida sempre, né integralmente, con la dissipazione patrimoniale. Al contrario, nelle economie mature, la relazione tra invecchiamento e *dissaving* in età anziana, non è automatica; l'invecchiamento della popolazione può, anzi, e sempre più spesso, divenire una fase di gestione

prudenziale del patrimonio, maggiormente orientata alla conservazione che a una rapida erosione della ricchezza.

Questa correzione del modello teorico è essenziale per comprendere che la trasformazione demografica non produce soltanto variazioni quantitative del risparmio, ma anche cambiamenti nella sua composizione e nella sua funzione sistemica. Il patrimonio detenuto dalle fasce della popolazione più mature tende a concentrarsi in forme relativamente meno rischiose, più liquide o comunque compatibili con l'esigenza di protezione del capitale accumulato. In tal modo, la demografia agisce indirettamente anche sulla struttura dei mercati, non soltanto perché modifica l'ammontare del risparmio disponibile, ma anche perché ne altera la preferenza per scadenza, rischio e liquidità. Come vedremo nel paragrafo successivo, prima ancora di incidere sul tasso di equilibrio dei mercati finanziari, la demografia ridisegna i comportamenti da cui quell'equilibrio dipende.

Nelle età più giovani, il consumo è finanziato prevalentemente dalla famiglia e dallo Stato, nelle età centrali invece l'individuo non solo consuma e risparmia ma finanzia il consumo altrui, e lo fa mediante il pagamento di imposte e contributi, o attraverso l'acquisto di titoli di Stato; nelle età anziane il consumo può essere sostenuto dalla combinazione di patrimonio, pensioni, spesa sanitaria pubblica e trasferimenti familiari. Per cui, il ciclo di vita economico non si svolge mai in modo atomistico ma è sempre inserito in un sistema di scambi intergenerazionali istituzionalizzati.

Questo implica che la demografia incida sul risparmio aggregato anche attraverso il canale della redistribuzione verso le classi più fragili. A riprova di ciò, quando nella società cresce il peso relativo delle età anziane, non soltanto si assiste a un aumento della domanda di prestazioni pensionistiche e sanitarie, ma anche dell'ammontare di risorse che le età attive devono destinare, direttamente o indirettamente, al loro sostengo. L'orientamento del risparmio privato delle famiglie non può essere quindi compreso senza considerare il grado di copertura dei rischi di vecchiaia, il funzionamento dei sistemi pensionistici, la struttura dei trasferimenti familiari e la capacità degli individui di accumulare ricchezza nel corso della vita lavorativa. Ne deriva che la relazione tra età e risparmio non è mai puramente naturale, ma mediata da istituzioni, regole e assetti di welfare; nello specifico, in una società con forte protezione pubblica, l'accumulazione individuale per la vecchiaia potrà essere meno intensa; viceversa, in una società che scarica maggiormente sul singolo il rischio pensionistico e sanitario, la propensione al risparmio precauzionale tenderà ad aumentare.

A questo punto, risulta cruciale riconoscere come la struttura per età modifichi, simultaneamente, il profilo microeconomico delle scelte individuali, il profilo mesoeconomico dei trasferimenti tra famiglie, Stato e mercato, e il profilo macroeconomico dell'offerta di risparmio. La *Teoria del Ciclo di Vita*, opportunamente integrata dalle evidenze più recenti, consente allora di passare da una lettura statica dell'invecchiamento a una lettura dinamica degli equilibri finanziari. Ne deriva che questo

mutamento demografico non si limita soltanto a produrre più pensionati e meno lavoratori, ma altera il tempo economico delle decisioni, la durata dell'orizzonte patrimoniale, il peso della ricchezza accumulata, il ruolo dei trasferimenti e la distribuzione dei saldi tra produzione e consumo lungo l'arco dell'esistenza. Alla luce di ciò, la demografia appare come una delle matrici profonde dell'ordine macrofinanziario.

Si comprende allora per quale motivo il nesso tra età e risparmio non possa essere confinato entro una del comportamento individuale, ma debba essere ricondotto alla questione più generale degli equilibri di lungo periodo. Se la popolazione invecchia, si restringono le generazioni in ingresso nel lavoro e si amplia la durata di vita post-attiva, allora cambiano contestualmente anche la massa del risparmio disponibile, i suoi tempi di formazione, i suoi impieghi attesi e il rapporto tra accumulazione privata e trasferimento collettivo. È precisamente da questo incrocio, tra profili di età, offerta di risparmio e domanda di attività patrimoniali, che prende forma il problema successivo costituito dall'eccesso di risparmio nelle economie mature e la sua incidenza sul tasso di interesse naturale. In tal senso, la *Life-Cycle Hypothesis* non esaurisce il discorso, ma ne costituisce la soglia teorica necessaria dal momento che solo comprendendo come l'età possa ridisegnare le decisioni economiche fondamentali è possibile spiegare perché la trasformazione demografica venga oggi annoverata tra le determinanti strutturali della stagnazione secolare e della compressione dei rendimenti reali.

1.5 Il vincolo demografico alla crescita economica

Sin qui si è mostrato come la trasformazione della struttura per età della popolazione incida sui comportamenti individuali ridefinendo i profili di consumo, risparmio e trasferimento lungo il ciclo di vita. Il passaggio ulteriore consiste ora nel considerare come tale mutamento si proietti sul piano macroeconomico, alterando l'equilibrio complessivo tra offerta di risparmio e domanda di investimento. È a questo livello che la dinamica demografica cessa di configurarsi come semplice sfondo dei comportamenti economici, assumendo, invece, il ruolo di determinante strutturale del prezzo intertemporale attraverso il tasso di interesse naturale. Risulta così evidente che in una società che invecchia non muta soltanto la distribuzione delle risorse tra le età, ma si altera il rapporto stesso tra offerta di fondi risparmiati e domanda di capitale produttivo, con effetti che si riflettono direttamente sulla traiettoria dei rendimenti reali e, per il loro tramite, sulle condizioni di equilibrio del sistema macrofinanziario.

Nella teoria monetaria e macroeconomica contemporanea, il tasso di interesse reale naturale, comunemente indicato con r^* , designa quel tasso reale di equilibrio coerente con un livello del prodotto pari al suo potenziale in un contesto di prezzi flessibili. In termini sostanziali esso

rappresenta il rendimento del capitale corrispondente all'uguaglianza tra l'offerta di risparmio proveniente dalle famiglie e la domanda di fondi da parte delle imprese per finalità di investimento. È proprio questa definizione a rendere evidente la centralità della demografia, dal momento che se la distribuzione per età incide, sia sulle decisioni di risparmio, sia sull'intensità della domanda di capitale, allora il livello di r^* non può che risulterne profondamente condizionato.

Il punto non è secondario tanto che, per lungo tempo, il dibattito sui tassi di interesse si è prevalentemente concentrato su variabili monetarie, su shock di breve periodo e sulla postura delle banche centrali. Tuttavia, il persistente declino dei tassi reali osservato nelle economie avanzate a partire dalla fine degli anni Ottanta, ha progressivamente imposto una diversa linea interpretativa volta ad individuare fattori lenti, cumulativi e strutturali, capaci di spiegare una compressione tanto prolungata dei rendimenti del capitale. È in tale quadro che si inserisce l'ipotesi della “stagnazione secolare”, riprendendo e aggiornando un'intuizione già formulata da Alvin Hansen³⁰, secondo cui il rallentamento della crescita demografica e l'indebolimento delle determinanti profonde dell'investimento possono spingere l'economia verso un equilibrio di lungo periodo caratterizzato da domanda insufficiente, bassi tassi reali e debole dinamica del prodotto.

I contributi più recenti della letteratura hanno collocato precisamente l'invecchiamento della popolazione tra i principali motori di tale configurazione e, a questo proposito, le ricostruzioni più accreditate sul piano metodologico non si limitano ad evocare in termini generici il nesso tra invecchiamento e bassi tassi di interesse, ma lo quantificano mediante modelli multi-paese a generazioni sovrapposte;

modelli che sono alimentati da dati e proiezioni demografiche delle Nazioni Unite e costruiti in modo da isolare l'impatto causale del mutamento della struttura per età sulle principali variabili macroeconomiche di lungo periodo³¹. L'importanza di questo approccio risiede nel fatto che le proiezioni demografiche, diversamente da molte altre grandezze sociali ed economiche, presentano un grado di incertezza relativamente contenuto e ciò consente di utilizzarle come base analitica affidabile per valutarne gli effetti futuri sugli squilibri globali e sulla trasformazione delle economie mature. Le simulazioni disponibili mostrano come il solo cambiamento demografico possa spiegare la decrescita del tasso di interesse reale naturale per oltre la metà del suo valore; vieppiù che, in assenza di inversioni nelle tendenze di fecondità e sopravvivenza, tale pressione al ribasso non sarebbe destinata a riassorbirsi nel corso del XXI secolo ma tenderebbe piuttosto a permanere,

³⁰ A.H. Hansen, “Economic Progress and Declining Population Growth”, in *The American Economic Review*, vol. 29, n. 1, 1939, pp. 1–15.

³¹ A. Papetti, “L'invecchiamento globale e la permanenza di tre tendenze secolari”, in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società*, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021, pp. 109–130.

imprimendo una curvatura durevole all'equilibrio macroeconomico mondiale. Ne consegue che la caduta dei rendimenti reali non andrebbe interpretata come un incidente congiunturale, né come il semplice esito di politiche monetarie eccezionalmente espansive, ma come la manifestazione di una più profonda riconfigurazione del rapporto tra demografia, accumulazione e crescita.

Per comprendere pienamente questo passaggio, è necessario evitare un equivoco ricorrente. Dire che l'invecchiamento abbassa il tasso naturale non significa affermare in modo meccanico che una popolazione più anziana risparmi sempre e comunque di più in termini assoluti; né significa sostenere che il tasso aggregato di risparmio debba necessariamente aumentare nel tempo. La questione è, in realtà, più sottile e riguarda la posizione relativa delle curve di offerta di risparmio e di domanda di investimento: da un lato l'allungamento della vita rafforza l'incentivo a trasferire risorse verso il futuro e dunque spinge, *ceteris paribus*, verso una maggiore offerta di risparmio; dall'altro lato, la crescente scarsità del fattore lavoro effettivo indebolisce la domanda di capitale da parte delle imprese, riducendo il prodotto marginale del capitale stesso e, con esso, il rendimento di equilibrio. Il risultato congiunto di questi due movimenti è una pressione strutturale al ribasso su r^* ³².

È proprio qui che il ragionamento avviato nel paragrafo precedente trova il suo compimento. Inizialmente, il mutamento della struttura per età era stato osservato nella sua capacità di modificare i comportamenti microeconomici e i flussi redistributivi tra generazioni; ora, quegli stessi mutamenti vengono ricondotti al livello degli equilibri macroeconomici fondamentali. Il tema non è più soltanto come gli individui risparmino nelle diverse fasi della vita, ma come il profilo demografico complessivo di una società ridisegni il prezzo di equilibrio tra preferenza per il presente e preferenza per il futuro, tra accumulazione privata e opportunità di investimento. La demografia entra così nel cuore della teoria del capitale e del tasso di interesse, imponendo una lettura della stagnazione secolare non come anomalia episodica, bensì come possibile esito ordinario delle economie demograficamente mature.

³² A. Papetti, "L'invecchiamento globale e la permanenza di tre tendenze secolari", cit., pp. 109–130.

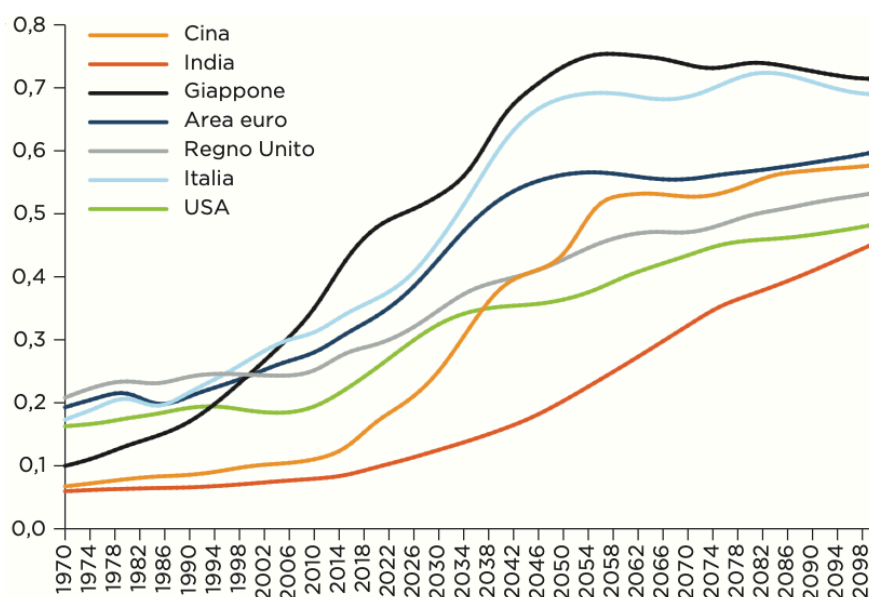


Figura 5 - Indice di dipendenza degli anziani: Italia, Area euro e principali economie mondiali (1970-2100) ³³

A tal proposito, la dinamica rappresentata in figura 5 consente di cogliere, in prospettiva comparata e di lungo periodo, la portata strutturale del processo di invecchiamento demografico e la sua eterogeneità geografica. In tutte le principali economie considerate si osserva una crescita pressoché continua dell'indice di dipendenza degli anziani, a testimonianza di una progressiva rarefazione della popolazione in età produttiva. Tuttavia, l'intensità e la tempistica di tale fenomeno risultano significativamente differenziate tra i vari Paesi. In particolare, il Giappone si configura come precursore del cambiamento poiché, avendo già raggiunto livelli estremamente elevati di dipendenza demografica, mostra una stabilizzazione su valori prossimi ai limiti superiori osservabili. Subito dopo il Paese del Sol levante si posiziona l'Italia, seguita dal resto dell'Area euro che, seppur in lieve ritardo, evidenzia una traiettoria analoga confermando il carattere strutturale dell'invecchiamento anche in questa parte del globo. Differentemente, gli Stati Uniti presentano una dinamica demografica relativamente più equilibrata grazie al sostegno di tassi di fecondità meno compressi e di flussi migratori più consistenti. Ancora più significativa è la posizione di economie emergenti, quali Cina e India che, pur partendo da livelli iniziali sensibilmente inferiori, stanno sperimentando un'accelerazione particolarmente marcata del processo di invecchiamento che comporterà effetti rilevanti sui futuri equilibri macroeconomici a livello globale.

Nel loro insieme tali evidenze empiriche rafforzano l'idea sopraesposta per cui il mutamento della struttura per età non è un fenomeno circoscritto bensì una trasformazione sistemica. In questo senso,

³³ Fonte: United Nations, *World Population Prospects 2019*, online edition, rev. 1, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, proiezioni *medium variant*; A. Papetti, "L'invecchiamento globale e la permanenza di tre tendenze secolari", cit., p. 110.

l'aumento dell'indice di dipendenza degli anziani rappresenta non soltanto un indicatore descrittivo, ma una variabile sintetica cruciale per comprendere la pressione esercitata dalla demografia sui rendimenti del capitale e sul livello del tasso di interesse naturale.

Alla luce di quanto sin qui delineato, per comprendere il legame tra trasformazione demografica e compressione del tasso di interesse naturale, è necessario analizzare separatamente i due principali canali di trasmissione attraverso cui l'invecchiamento della popolazione si riflette sull'equilibrio tra risparmio e investimento. Il primo agisce dal lato della domanda di capitale, attraverso la progressiva riduzione del lavoro produttivo; il secondo opera dal lato dell'offerta di risparmio, attraverso l'estensione dell'orizzonte di vita e la conseguente intensificazione delle scelte intertemporali di accumulazione.

Per quanto riguarda la domanda di capitale, questa dipende dal suo prodotto marginale, il quale è strettamente legato alla quantità e alla qualità del lavoro disponibile. Quando la forza lavoro cresce, il capitale è relativamente scarso e più produttivo; al contrario, in presenza di una dinamica stagnante o decrescente del lavoro, il capitale diviene relativamente abbondante e il suo rendimento tende a ridursi. L'invecchiamento della popolazione comporta una contrazione o un rallentamento della crescita della forza lavoro, incidendo negativamente sul potenziale di crescita dell'economia e riducendo le opportunità di investimento profittevole. È dunque in tal senso che la demografia agisce come vincolo strutturale alla domanda di capitale, dal momento che una minore espansione della popolazione attiva implica una ridotta necessità di accumulazione di capitale. Da ciò deriva, pertanto, una diminuzione del prodotto marginale del capitale e una traslazione verso il basso della domanda di investimento, con conseguente riduzione del tasso di interesse reale di equilibrio.

A differenza della domanda di capitale, trattando ora l'offerta di risparmio, questa non si manifesta attraverso una contrazione delle opportunità di investimento, ma attraverso una modificazione profonda delle scelte intertemporali degli individui, determinata dall'estensione dell'orizzonte di vita e dall'accresciuta incertezza associata alle fasi avanzate dell'esistenza. Come vedremo più approfonditamente nel prossimo capitolo, l'allungamento dell'aspettativa di vita comporta una ridefinizione delle strategie di accumulazione. In presenza di una fase post-lavorativa più lunga e meno prevedibile, gli individui sono naturalmente indotti ad aumentare il risparmio durante l'età attiva al fine di garantire la sostenibilità dei consumi futuri. Nel grafico sottostante (figura 6) si nota come questo mutamento comportamentale si traduca, a livello aggregato, in uno spostamento verso destra della curva di offerta di risparmio, indicando una quota crescente di individui messi nella condizione di dover accumulare risorse per un orizzonte temporale più lungo e determinando in tal modo un incremento dell'ammontare complessivo di fondi disponibili nel sistema economico. Questa dinamica è ulteriormente rafforzata dal fatto che, come già evidenziato, la fase di dissipazione nelle

età avanzate risulta spesso parziale e rallentata, contribuendo a mantenere elevato lo stock di ricchezza detenuto dalle famiglie anche in presenza di un progressivo invecchiamento della popolazione.

L'effetto complessivo di questo processo non è semplicemente un aumento del risparmio in senso statico, ma la formazione di una eccedenza strutturale di fondi prestabiliti rispetto alle opportunità di investimento disponibili. E, quando l'offerta di risparmio cresce più rapidamente della domanda di capitale, l'equilibrio del mercato dei fondi si realizza necessariamente a un livello più basso del tasso di interesse reale.

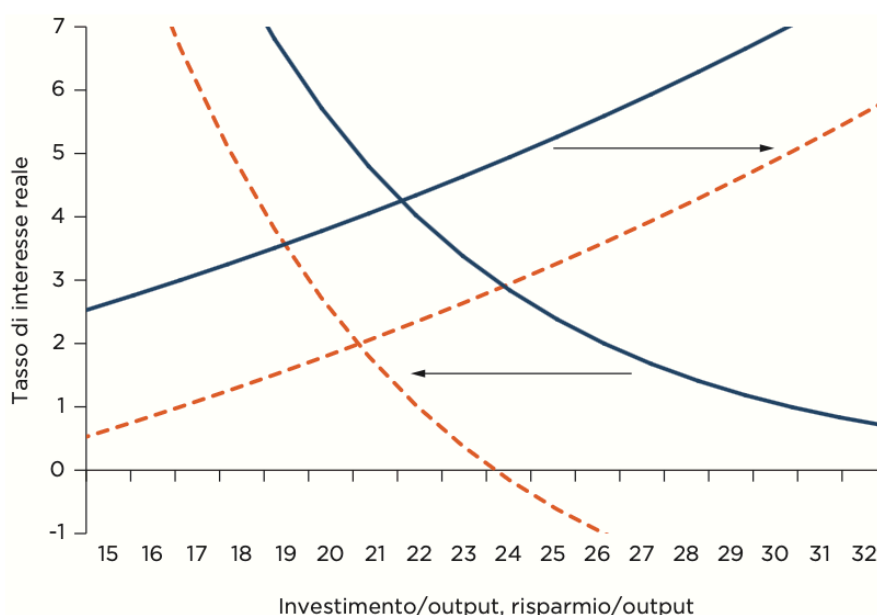


Figura 6 - Spostamento delle curve di offerta di risparmio e domanda di investimento a seguito dell'invecchiamento demografico ³⁴

Il grafico della figura 6 rende maggiormente chiaro quanto sin qui descritto mostrando come la contrazione della domanda di capitale si traduca in uno spostamento verso sinistra della relativa curva, e come la pressione al rialzo sull'offerta di risparmio determini uno spostamento verso destra dell'offerta. L'interazione congiunta di questi due movimenti altera profondamente l'equilibrio tra risparmio e investimento, generando una riduzione del prezzo intertemporale del capitale. Ne consegue che, come detto, il nuovo punto di intersezione tra le due curve si posiziona a un livello inferiore del tasso di interesse reale di equilibrio ovvero, del tasso di interesse naturale r^* .

È in questo contesto che si colloca il concetto di *excess saving* o, in una formulazione più ampia, di eccedenza globale di risparmio. Tale nozione è espressione di uno squilibrio tra la capacità delle

³⁴ Fonte: A. Papetti, "L'invecchiamento globale e la permanenza di tre tendenze secolari", cit., pp. 114–115.

economie di generare risorse finanziarie e la loro possibilità di assorbirle attraverso investimenti produttivi. La demografia rappresenta una delle determinanti più profonde di tale disallineamento giacché, agendo simultaneamente sull'aumento dell'offerta di risparmio e sulla riduzione della domanda di capitale, produce una pressione persistente al ribasso sui rendimenti reali. Le implicazioni di questo assetto sono molteplici e si estendono ben oltre la sfera della teoria del capitale. In primo luogo, un tasso naturale persistentemente basso limita lo spazio di manovra della politica monetaria, aumentando la probabilità che i tassi nominali si avvicinino al vincolo dello zero e rendendo più frequente il ricorso a strumenti non convenzionali. In secondo luogo, la compressione dei rendimenti incentiva la ricerca di attività più rischiose da parte degli investitori, con potenziali effetti sulla stabilità finanziaria e sulla formazione di bolle nei mercati degli asset. In terzo luogo, la riduzione del rendimento del capitale può incidere sulla distribuzione della ricchezza, favorendo chi detiene attività finanziarie già accumulate e penalizzando le generazioni più giovani, che si trovano a investire in un contesto di rendimenti attesi più contenuti.

Sotto questo profilo, la demografia non si limita a influenzare il livello del tasso di interesse naturale, ma contribuisce a ridefinire l'intero equilibrio macrofinanziario delle economie avanzate. Il progressivo invecchiamento della popolazione, combinato con la persistenza di bassi livelli di fecondità, tende a generare una configurazione caratterizzata da abbondanza di capitale, scarsità relativa di lavoro e rendimenti compressi, delineando un contesto nel quale la crescita economica risulta sempre più vincolata da fattori strutturali di lungo periodo.

È proprio in questa configurazione che risalta il nesso tra demografia e vincolo alla crescita economica. Un tasso di interesse naturale stabilmente basso non rappresenta soltanto un indicatore di squilibrio tra risparmio e investimento, ma segnala anche una riduzione delle opportunità di accumulazione produttiva e, più in generale, una difficoltà del sistema economico a generare crescita sostenuta. La trasformazione demografica agisce dunque come una forza che, pur non determinando automaticamente un declino economico, ridefinisce i limiti entro cui la crescita può realizzarsi, imponendo un adattamento delle politiche economiche, delle istituzioni e dei modelli di sviluppo.

In questo senso, il tema dell'eccesso del risparmio non può essere considerato separatamente da quello della composizione della ricchezza e delle scelte di portafoglio degli individui. Se la demografia modifica la quantità e la funzione del risparmio, essa incide inevitabilmente anche sulle modalità attraverso cui tale risparmio viene allocato tra le diverse attività finanziarie. È a partire da questo snodo che si apre il campo di analisi del capitolo successivo, nel quale verrà esaminato in che modo l'invecchiamento della popolazione contribuisca a trasformare la struttura della domanda di attività finanziarie, la distribuzione della ricchezza e il funzionamento dei mercati.

Capitolo II – Risparmio, capitale e trasformazione dei mercati nelle società ageing

2.1 Demografia e mercati finanziari: una relazione poco chiara

Lo studio dell'impatto dei nuovi scenari demografici sui mercati finanziari risulta alquanto complesso a causa dell'elevato numero di variabili simultaneamente in azione e della difficoltà nel ricondurre tali dinamiche entro un quadro teorico unitario capace di coglierne le molteplici interrelazioni. A ciò si aggiungono poi l'elevata eterogeneità dei comportamenti degli investitori e la diseguale distribuzione della ricchezza e del risparmio tra le diverse classi di età, elementi, questi, che contribuiscono a rendere non univoca la relazione tra struttura demografica e dinamiche dei mercati finanziari³⁵.

In tale contesto, la letteratura si è sviluppata lungo due principali direttrici di indagine. Da un lato, ha cercato di verificare se l'impatto della struttura per età della popolazione sul risparmio aggregato fosse coerente con le previsioni della *Teoria del Ciclo di Vita*; dall'altro, ha analizzato in che misura i mutamenti demografici siano in grado di influenzare i prezzi e i rendimenti delle attività reali e finanziarie.

Come anticipato nei paragrafi precedenti, gli individui tendono a modulare il proprio comportamento di risparmio lungo le diverse fasi dell'esistenza, accumulando risorse durante l'età lavorativa, in concomitanza con l'aumento del reddito disponibile, e riducendole progressivamente nella fase di quiescenza, fino a configurare, nelle età più avanzate, fenomeni di *dissaving*. In tal senso, ipotizzando una prospettiva di lungo periodo caratterizzata da una dinamica demografica con persistenti livelli di fecondità decrescenti, e conseguente riduzione della quota di popolazione giovane priva di reddito, si determina un aumento del tasso di risparmio aggregato; questo tenderà a rimanere elevato fintanto che la struttura della popolazione sarà dominata da individui in età lavorativa, per poi ridursi progressivamente con l'espansione della componente anziana³⁶.

Tale modello è stato successivamente arricchito da contributi che hanno introdotto ulteriori determinanti del comportamento di consumo e risparmio, tra cui l'incertezza relativa al reddito futuro e alla durata della vita, condizioni poste alla base del cosiddetto risparmio precauzionale; a cui si aggiungono i vincoli di liquidità e le motivazioni connesse al trasferimento intergenerazionale della ricchezza, riconducibili invece al cosiddetto risparmio dinastico. Tali estensioni hanno quindi evidenziato come l'impatto dell'invecchiamento demografico sul risparmio aggregato non possa

³⁵ M. Baldini, P. Onofri, *Transizione demografica e mercati finanziari*, Bologna, Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Bologna, 2001.

³⁶ F. Modigliani, "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital", in *Social Research*, cit., pp. 160–217.

essere interpretato in termini lineari, in quanto esso risulta condizionato dall'interazione con una pluralità di fattori economici e istituzionali.

Un ulteriore filone di ricerca ha indagato il modo in cui l'età degli individui incide sulla composizione dei portafogli di investimento. In linea teorica, l'avanzare dell'età dovrebbe determinare una progressiva riallocazione della ricchezza verso attività meno rischiose, in ragione della riduzione dell'orizzonte temporale e della minore tolleranza alla volatilità. Tuttavia, le evidenze empiriche mostrano risultati meno coerenti, suggerendo che la quota di ricchezza investita in attività rischiose cresce fino alle età centrali della vita, per poi ridursi solo in misura contenuta nelle fasi successive³⁷.

In particolare, la quota di patrimonio investita in azioni tende ad aumentare fino alla fascia compresa tra i 55 e i 59 anni e, successivamente, a diminuire, sebbene tale diminuzione risulti relativamente limitata anche dopo i 60 anni, mantenendosi su livelli non inferiori a quelli osservati per individui più giovani. In definitiva, queste evidenze risultano difficilmente conciliabili con quelle che abbiamo visto essere le naturali tendenze della popolazione in età avanzata che suggerirebbero, al contrario, una progressiva riduzione dell'esposizione al rischio al crescere dell'età.

Ulteriore conferma di tale divergenza emerge dalla relazione tra struttura per età della popolazione e rendimenti delle attività finanziarie, la quale mostra come la composizione demografica incida in maniera statisticamente significativa sia sui prezzi sia sui rendimenti dei diversi strumenti. In particolare, un aumento della quota di popolazione in età lavorativa tende ad associarsi a una compressione dei rendimenti delle attività più sicure, riflettendo un incremento dell'offerta di risparmio, mentre la dinamica dei prezzi azionari appare fortemente sensibile alla presenza delle età centrali, nelle quali si concentra la massima capacità di accumulazione e allocazione di ricchezza. Processo, questo, che si inserisce coerentemente nel più ampio quadro interpretativo che riconosce alla struttura demografica un ruolo non indifferente nella determinazione degli equilibri finanziari, influenzando i meccanismi di formazione dei prezzi e dei rendimenti attraverso i mutamenti nella distribuzione del risparmio tra le generazioni.

In questo senso, le analisi condotte su dati relativi ai principali paesi dell'area OCSE, mostrano che i prezzi delle azioni tendono ad aumentare significativamente al crescere della quota di popolazione compresa tra 20 e i 39 anni e, in misura ancora più marcata, tra i 40 e i 64 anni. Prendendo ad esempio il caso statunitense, l'effetto associato alla popolazione nella fascia di età 40-64 anni risulta nettamente superiore a quello riconducibile alle generazioni più giovani, evidenziando come i mercati azionari siano particolarmente sensibili alla componente della popolazione collocata nella fase più

³⁷T. Sablik, "Jargon Aler Life Cycle Hupothesis", in *Econ Focus*, Federal Reserve Bank of Richmond, Third/Fourth Quarter 2016.

avanzata della carriera lavorativa che, potenzialmente, può destinare una quota più elevata del reddito al risparmio³⁸.

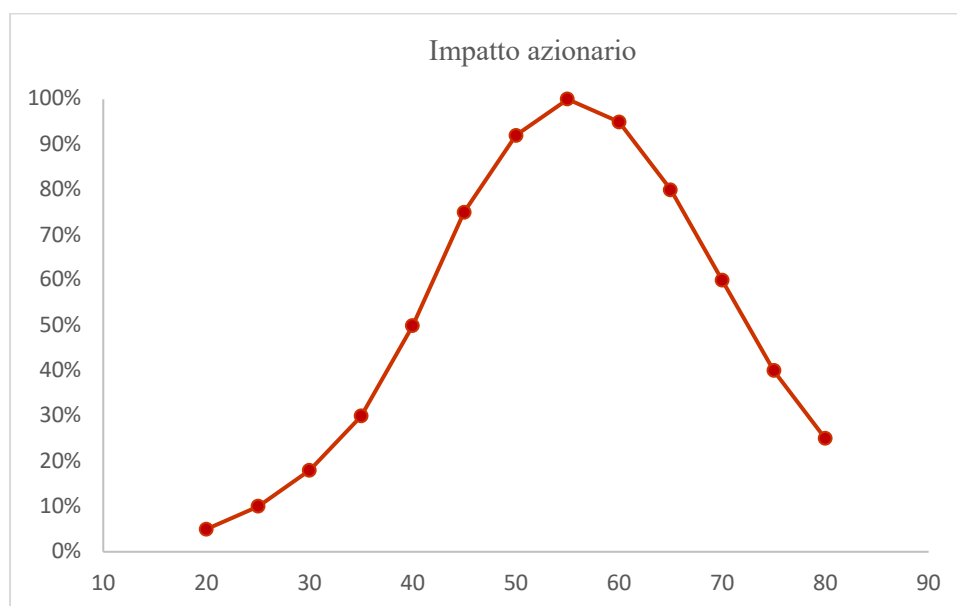


Figura 7- Relazione tra età e prezzi azionari ³⁹

Un ulteriore profilo di rilievo riguarda poi la funzione intergenerazionale del sistema finanziario. La trasformazione della domanda di attività finanziarie indotta dalla dinamica demografica evidenzia come il sistema finanziario assuma un ruolo sempre più centrale nel trasferimento di risorse tra le diverse fasi della vita e, più in generale, tra generazioni.

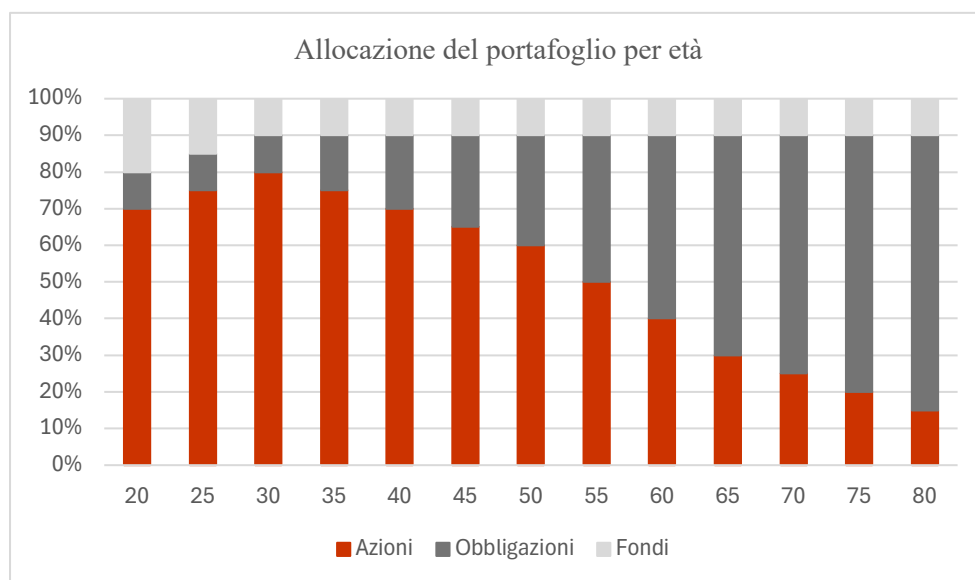


Figura 8 - Allocazione delle attività finanziarie per età ³⁹

³⁸ D. Curcio, G. Di Giorgio, G. Zito, “Scenari demografici, risparmio e sistema finanziario italiano”, in *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, in *Economia Italiana*, n. 3, 2022, pp. 199–228.

³⁹ Fonte: *Economia Italiana*, n. 3/2022, *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, Roma, Editrice Minerva Bancaria, 2022, pp. 214–220.

In questo quadro, il nesso tra demografia e finanza si rivela intrinsecamente bidirezionale. Da un lato, la struttura per età della popolazione orienta le scelte di risparmio e investimento; dall'altro, l'organizzazione dei mercati finanziari contribuisce a determinare le condizioni di sostenibilità economica delle diverse generazioni.

2.2 La domanda di attività finanziarie lungo il ciclo di vita: una lettura demografica

Il passaggio dall'analisi degli equilibri macrofinanziari di lungo periodo alla comprensione della configurazione concreta dei mercati impone un ripensamento dell'oggetto di indagine, che non può più essere individuato esclusivamente nelle variabili aggregate, ma deve essere ricondotto al livello in cui tali stesse variabili trovano la propria genesi, vale a dire quello dei comportamenti individuali di allocazione delle risorse lungo il ciclo di vita.

È in questa dimensione che la trasformazione della struttura per età della popolazione si traduce in una modifica nella domanda di attività finanziarie, incidendo non soltanto sulla quantità di risparmio disponibile, ma sulla sua stessa forma economica, sulla sua composizione e sulla sua distribuzione tra le diverse classi di attività.

Il fondamento teorico di tale impostazione è tradizionalmente ricondotto alla *Life-Cycle Hypothesis*, nella quale il comportamento economico degli individui viene interpretato come il risultato di un processo di pianificazione intertemporale volto a stabilizzare il consumo lungo l'intero arco dell'esistenza. Infatti, se è vero che ogni individuo attraversa, in linea teorica, le medesime fasi del ciclo di vita, è altrettanto vero che la loro distribuzione all'interno della popolazione varia nel tempo, determinando una modificazione della struttura aggregata del risparmio. Ne deriva che il sistema finanziario si confronta con una pluralità di gruppi sociali, ciascuno caratterizzato da specifiche esigenze di consumo, differenti capacità di accumulazione e distinti atteggiamenti nei confronti del rischio.

Da ciò discende che la domanda di attività finanziarie è una variabile endogenamente determinata dalla composizione demografica della popolazione e, in questo quadro, la struttura per età incide simultaneamente su alcune dimensioni fondamentali della domanda finanziaria quali, propensione al risparmio, composizione dei portafogli e orizzonte temporale degli investimenti. Questi ultimi, risultano strettamente interconnessi e concorrono a definire l'architettura complessiva dei mercati finanziari.

Sempre l'analisi del ciclo di vita consente poi di individuare tre configurazioni fondamentali del comportamento economico individuale.

Nelle fasi iniziali dell'esistenza, la distanza strutturale tra capacità di consumo e capacità di reddito determina una condizione di dipendenza economica, nella quale il consumo è sostenuto

prevalentemente da trasferimenti intergenerazionali. In tale contesto, la partecipazione ai mercati finanziari è indiretta e la domanda di attività finanziarie risulta sostanzialmente inespressa.

Al contrario, nelle età centrali del ciclo di vita, l'ingresso stabile nel mercato del lavoro e la crescita del reddito disponibile consentono la formazione di eccedenze destinate all'accumulazione. È in questa fase che si concentra il nucleo dinamico della domanda finanziaria poiché il risparmio viene allocato in una pluralità di strumenti con finalità di investimento, diversificazione e protezione rispetto ai rischi futuri. Qui, la domanda si orienta, pertanto, verso un insieme articolato di attività, che include depositi, titoli obbligazionari, strumenti azionari, quote di fondi comuni e prodotti assicurativi.

Nella fase anziana, infine, il venir meno del reddito da lavoro e l'estensione della durata della vita determinano una trasformazione radicale della funzione economica del patrimonio. La ricchezza accumulata non è più finalizzata primariamente alla crescita, bensì al sostegno del consumo, alla gestione dell'incertezza e alla copertura di rischi crescenti di natura sanitaria e assistenziale. Ciò induce una riallocazione verso strumenti caratterizzati da maggiore stabilità, liquidità e prevedibilità dei rendimenti, quali depositi, obbligazioni e prodotti assicurativi.

Tale sequenza non può tuttavia essere interpretata in modo statico. L'allungamento della vita media e l'incertezza circa la durata della fase post-lavorativa tendono a modificare profondamente i comportamenti individuali inducendo, come più volte detto, forme di accumulazione più persistenti anche in età avanzata. Ne deriva un'attenuazione della dinamica di dissipazione, tradizionalmente attribuita alle persone anziane, e una crescente rilevanza del risparmio precauzionale; circostanza che contribuisce a rendere meno lineare la relazione tra età e risparmio.

Il passaggio dal livello individuale a quello aggregato introduce il cosiddetto "effetto composizione". Ciò che rileva non è soltanto il comportamento del singolo individuo, ma la distribuzione della popolazione tra le diverse fasi del ciclo di vita. Quando tale distribuzione muta, inevitabilmente si assiste anche alla mutazione della struttura complessiva della domanda finanziaria.

Ne deriva che in una società caratterizzata dalla prevalenza delle età centrali, la presenza diffusa di individui in fase di accumulazione determina un'elevata disponibilità di risparmio destinato all'investimento e una maggiore propensione verso attività con rendimento atteso più elevato, inclusi gli strumenti azionari. Al contrario, in una società ove cresce sensibilmente l'incidenza delle età avanzate, la domanda tende progressivamente verso attività più sicure e liquide, con una conseguente riduzione della quota di portafoglio allocata in strumenti rischiosi.

Questa riallocazione non si limita a riflettere preferenze individuali, ma assume una dimensione alquanto rilevante e, in tal senso, si nota un aumento della domanda di attività considerate sicure,

come titoli pubblici, strumenti obbligazionari e prodotti assicurativi⁴⁰; fatto, questo, che esercita una pressione strutturale verso il basso sui rendimenti, contribuendo alla compressione dei tassi di interesse reali di cui al capitolo precedente⁴¹.

Un ulteriore elemento di rilievo concerne l'orizzonte temporale degli investimenti. La distribuzione per età della popolazione influisce sulla durata media degli impieghi finanziari dal momento che, mentre una popolazione giovane favorisce naturalmente investimenti di lungo periodo, una popolazione *ageing* tende a privilegiare strumenti a più breve scadenza, riducendo la disponibilità di capitale da impiegare nel lungo periodo.

Nel complesso, la trasformazione della domanda di attività finanziarie indotta dalla dinamica demografica non si traduce in una semplice variazione quantitativa del risparmio, ma implica una profonda riconfigurazione qualitativa del sistema finanziario. Essa incide sulla distribuzione del rischio, sulla durata degli impieghi e sulla natura degli strumenti domandati, determinando una tensione tra esigenze di stabilità e capacità di crescita. Il sistema finanziario appare così sempre meno interpretabile come un insieme neutrale di strumenti e sempre più come il risultato di una stratificazione dinamica di comportamenti individuali, profondamente influenzati dalla composizione demografica.

È precisamente su questo terreno che si innesta l'analisi empirica sviluppata nel paragrafo successivo, nel quale tali meccanismi verranno osservati nella loro concreta manifestazione all'interno del sistema economico italiano.

2.3 Struttura della ricchezza e comportamento finanziario delle famiglie: il caso italiano

Alla luce delle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti, il caso italiano si presenta come un osservatorio particolarmente significativo per verificare in che modo la trasformazione della struttura per età della popolazione si rifletta sulla distribuzione della ricchezza e sulle scelte finanziarie delle famiglie.

In Italia, infatti, l'invecchiamento demografico non agisce in un vuoto istituzionale, ma si innesta su un sistema storicamente contraddistinto da elevata patrimonializzazione privata, forte peso della ricchezza immobiliare, tradizionale preferenza per strumenti prudenti e crescente centralità del risparmio gestito⁴². Proprio questa combinazione rende il rapporto tra demografia e comportamento

⁴⁰ M. Baldini, P. Onofri, *Transizione demografica e mercati finanziari*, cit.

⁴¹ A. Papetti, "L'invecchiamento globale e la permanenza di tre tendenze secolari", cit., 2021.

⁴² A. Brugiavini, G. Weber, "Dinamiche demografiche e politiche pubbliche", in *Capitolo 7*, Università Ca' Foscari Venezia, Università di Padova, s.d., pp. 1–17.

finanziario particolarmente denso di implicazioni dal momento che la maggiore longevità, il ridimensionamento prospettico dei trattamenti pensionistici pubblici e la diversa distribuzione intergenerazionale della ricchezza tendono a rafforzare la funzione del patrimonio quale strumento di stabilizzazione dei consumi, di autoassicurazione contro i rischi della vecchiaia e di trasmissione intergenerazionale delle risorse.

In tale prospettiva, un ruolo decisivo è assunto dal progressivo dispiegarsi del metodo di calcolo contributivo, introdotto in Italia a metà degli anni Novanta e divenuto ormai il criterio ordinario di determinazione della pensione. La sua piena operatività non coincide con il momento della riforma, ma con quello odierno, in cui giungono al pensionamento generazioni la cui intera storia contributiva è stata determinata da tale sistema. Ne consegue che, a parità di carriera lavorativa, il passaggio a tale regime è destinato a tradursi in tassi di sostituzione mediamente più contenuti, rafforzando l'esigenza di accumulare risparmio durante la vita attiva come forma di autoassicurazione rispetto alla riduzione del reddito disponibile nella fase post-lavorativa⁴³.

In questo senso, la struttura della ricchezza familiare non rappresenta soltanto una fotografia patrimoniale, ma anche la manifestazione concreta di una più intensa, poiché necessaria, responsabilizzazione individuale nella copertura dei rischi intertemporali.

Il quadro patrimoniale più aggiornato conferma la rilevanza di tali trasformazioni. Secondo la pubblicazione congiunta di Banca d'Italia e Istat, alla fine del 2024 la ricchezza netta delle famiglie italiane era pari a 11.732 miliardi di euro, con un incremento del 2,8 per cento rispetto al 2023 mentre la ricchezza netta pro capite si attestava a 199 mila euro⁴⁴. Misurata in rapporto al reddito lordo disponibile, essa rimaneva su livelli elevati nel confronto internazionale, mentre risultava relativamente più modesta se rapportata alla popolazione. La ricchezza lorda delle famiglie continuava inoltre a essere composta per poco più della metà da attività non finanziarie, confermando il persistente rilievo della componente reale e, all'interno di essa, dell'investimento immobiliare.

Più precisamente, alla fine del 2024 le attività reali delle famiglie italiane ammontavano a 6.761 miliardi di euro, mentre le attività finanziarie raggiungevano 6.013 miliardi, a fronte di passività finanziarie pari a 1.042 miliardi. Poco più della metà della ricchezza lorda familiare era dunque ancora costituita da attività non finanziarie; le abitazioni, da sole, rappresentavano il 44,3% del totale⁴⁵. Questo dato conferma un tratto strutturale del capitalismo familiare italiano secondo cui, tradizionalmente, la ricchezza è fortemente ancorata alla proprietà immobiliare, la quale svolge

⁴³ A. Brugiavini, G. Weber, "Dinamiche demografiche e politiche pubbliche", cit., pp. 4–7.

⁴⁴ Banca d'Italia, Istat, *La ricchezza dei settori istituzionali in Italia, 2005–2024*, Roma, Banca d'Italia, 28 gennaio 2026, pp.1–4.

⁴⁵ Banca d'Italia, Istat, *La ricchezza dei settori istituzionali in Italia, 2005-2024*, cit., p.6.

simultaneamente la funzione di bene d'uso, riserva di valore e presidio patrimoniale contro l'incertezza. Proprio per tale ragione, la ricchezza delle famiglie italiane appare meno prontamente liquida e meno immediatamente mobilizzabile rispetto a quella di sistemi più marcatamente orientati ai mercati dei capitali.

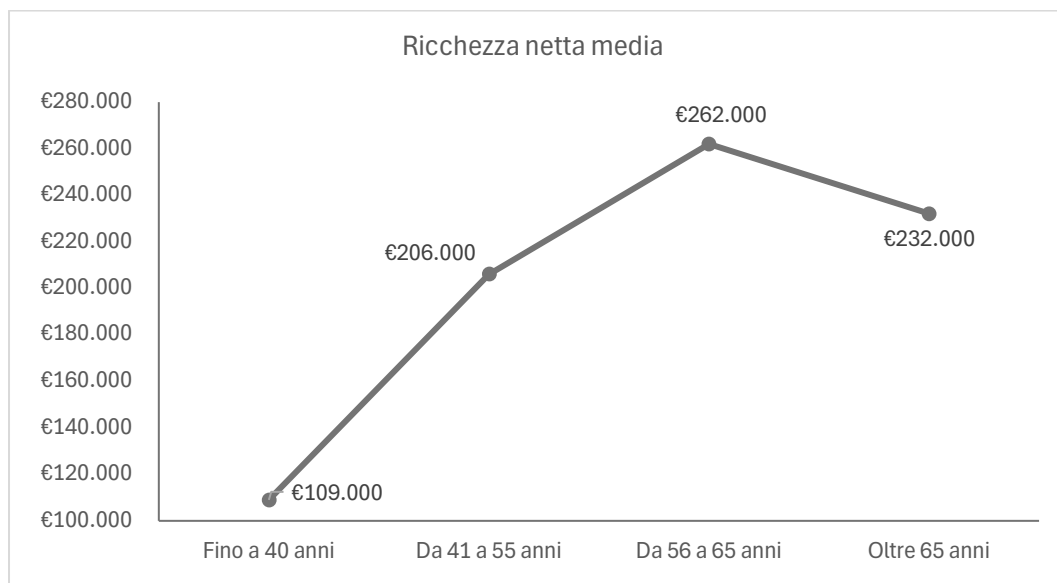


Figura 9 - Ricchezza media degli individui in base all'età (dicembre 2024) ⁴⁶



Figura 10 – Reddito medio degli individui in base all'età (dicembre 2024) ⁴⁶

Se si approfondisce la composizione delle attività finanziarie, emerge tuttavia una trasformazione non trascurabile. Nel 2024 il risparmio gestito, definito come l'insieme delle quote di fondi comuni e delle riserve assicurative, comprensive dei fondi pensione, rappresentava il 15,4% della ricchezza lorda

⁴⁶ Fonte: Istat

delle famiglie; seguivano le azioni con il 13,8% e i depositi con il 12,4%⁴⁷. Si rileva altresì che, rispetto al 2023, la crescita delle attività finanziarie è stata trainata soprattutto dall'aumento del valore delle quote di fondi comuni, delle azioni e dei titoli, mentre la raccolta in depositi ha registrato una diminuzione significativa. Ne risulta una ricomposizione dei portafogli che, pur senza cancellare la tradizionale prudenza delle famiglie italiane, segnala una graduale riallocazione verso strumenti più direttamente esposti al mercato.

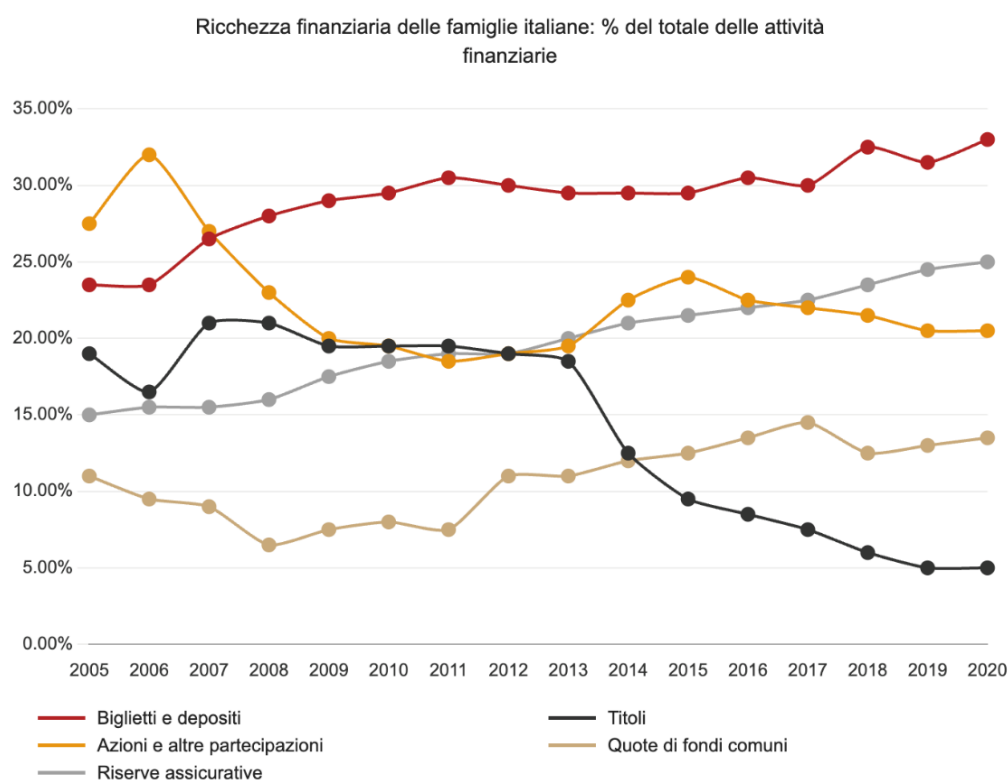


Figura 11 - La composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane nel periodo 2005-2020 ⁴⁸

Tale evoluzione non contraddice, ma anzi precisa, il profilo storico dell'investitore italiano. La preferenza per strumenti a basso rischio e ad elevata liquidità continua a costituire una caratteristica strutturale delle scelte familiari; al tempo stesso, la lunga fase di bassi rendimenti che ha seguito la crisi finanziaria globale e il successivo sviluppo del risparmio gestito hanno incentivato una maggiore diversificazione dei portafogli. In questo contesto, il rafforzamento delle quote di fondi comuni e delle componenti azionarie non può essere letto come il semplice abbandono della prudenza, bensì come il tentativo di conciliare esigenze di conservazione patrimoniale con la necessità di ricercare

⁴⁷ *Economia Italiana*, n. 3/2022, *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, cit., pp. 212–221, con dati aggiornati al 2026 secondo fonti Istat.

⁴⁸ Fonte: *Economia Italiana*, n. 3/2022, *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, cit., p. 215.

rendimenti più elevati in un contesto in cui la sola liquidità non appare più sufficiente a preservare il valore reale della ricchezza.

L'osservazione del lato soggettivo del fenomeno conduce alle medesime conclusioni. Dati concernenti i sottoscrittori di fondi comuni mostrano come la partecipazione all'industria del risparmio gestito sia ancora fortemente concentrata nelle età più mature. Nel 2024, l'età media dei sottoscrittori risultava pari a 61 anni, con la generazione dei *baby boomers* al 41% del totale; la generazione X pesava per il 29%, mentre le generazioni più anziane rappresentavano il 16%. Si rinviene poi che nel luglio 2025, come gli italiani investitori in fondi comuni siano saliti a 11,6 milioni, con un valore complessivo investito dalle famiglie pari a 608 miliardi di euro; nello stesso aggiornamento, la quota complessiva di Gen Z e Millennials raggiungeva il 15%, a fronte di 1,5 milioni di nuovi sottoscrittori entrati nel 2024⁴⁹. Il baricentro rimane, pertanto, saldamente collocato nelle età mature e anziane, cioè in quelle fasi del ciclo di vita in cui la capacità di accumulazione è più elevata e la domanda di strumenti di pianificazione patrimoniale diviene più intensa⁵⁰.

Anche la dimensione degli importi conferma la forte asimmetria intergenerazionale della ricchezza finanziaria. Nel 2024 i patrimoni medi risultavano sensibilmente più elevati nelle generazioni anziane riportando circa 86 mila euro per la *Greatest Generation*, 65 mila per la *Silent Generation* e 53 mila per i *baby boomers*, a fronte di importi molto più contenuti per generazione X, Millennials e Gen Z. Il dato è perfettamente coerente con la logica del ciclo di vita, ma ne mette in luce anche la dimensione distributiva; ciò è rinvenibile nel fatto che non tutte le generazioni accedono al mercato con la medesima capacità patrimoniale e, conseguentemente, non tutte possono trarre beneficio in uguale misura dai rendimenti del capitale⁵¹.

⁴⁹ *Economia Italiana*, n. 3/2022, *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, cit., pp. 218–220, con dati aggiornati al 2026 secondo fonti Istat.

⁵⁰ Assogestioni, Osservatorio sul risparmio gestito.

⁵¹ *Economia Italiana*, n. 3/2022, *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, cit., pp. 212–221, con dati aggiornati al 2026 secondo fonti Istat.

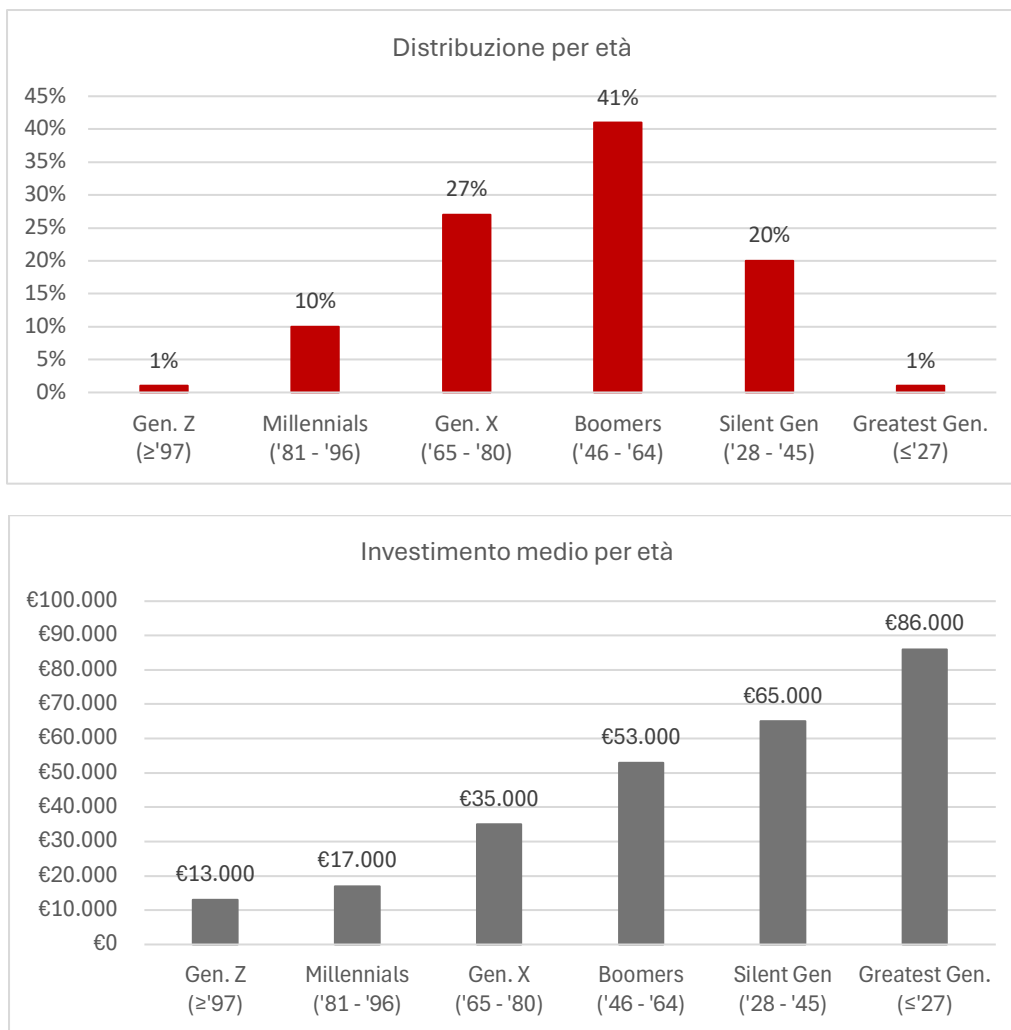


Figura 12 - I sottoscrittori dei fondi comuni di investimento: distribuzione per età ed investimento medio per età ⁵²

In questo quadro, le famiglie italiane si caratterizzano non soltanto per una ricchezza patrimoniale relativamente elevata, ma anche per una distribuzione delle scelte finanziarie influenzata dal livello di alfabetizzazione economica e finanziaria. Da un'indagine della Banca d'Italia è risultato che nel 2023 il punteggio medio di alfabetizzazione finanziaria degli adulti italiani era pari a 10,7 su una scala da 0 a 20, con differenze rilevanti per età, istruzione, genere e territorio; il profilo per età mostrava un andamento crescente fino alla fascia centrale della vita lavorativa, seguito da una successiva diminuzione⁵³. Ciò significa che la domanda di attività finanziarie non dipende soltanto dal reddito e dalla ricchezza disponibili, ma anche dalla capacità di comprendere strumenti, rischi e orizzonti temporali. In questo senso, la struttura per età influenza il comportamento finanziario in modo duplice: attraverso i vincoli patrimoniali e attraverso la diversa distribuzione delle competenze.

⁵² Fonte: *Economia Italiana*, n. 3/2022, *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, cit., p. 221, con dati aggiornati al 2024 secondo fonti Istat.

⁵³ Banca d'Italia, *Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti*, 20 luglio 2023.

La ricchezza delle famiglie italiane deve inoltre essere letta in rapporto alla posizione delle imprese; al riguardo, il rapporto Banca d'Italia-Istat del 2024 evidenzia come le società non finanziarie italiane disponevano di attività finanziarie pari a 2.613 miliardi e di attività reali pari a 3.410 miliardi; al netto di 5.008 miliardi di passività, la loro ricchezza netta risultava pari a 1.015 miliardi. Il rapporto fra debiti finanziari e attività non finanziarie era intorno al 44%, tra i più bassi nel confronto internazionale⁵⁴.

Questo dato è rilevante perché suggerisce che, a fronte di un settore familiare fortemente patrimonializzato e di imprese relativamente meno indebitate di quelle di altri Paesi avanzati, il problema centrale dell'economia italiana non risiede tanto nella scarsità assoluta di ricchezza, quanto nella sua composizione, nella sua distribuzione e nella sua capacità di trasformarsi in capitale produttivo di lungo periodo.

Ne consegue che il caso italiano offre una rappresentazione particolarmente nitida del nesso tra trasformazione demografica e comportamento finanziario delle famiglie, che vede nell'allungamento della vita, nella progressiva maturazione del metodo contributivo, nella concentrazione della ricchezza negli strati anziani della società e nella lenta ricomposizione dei portafogli verso il risparmio gestito, gli elementi che concorrono a ridefinire il significato economico del patrimonio familiare. Ove quest'ultimo non costituisce più soltanto una forma di accumulazione, ma anche una infrastruttura privata di stabilizzazione del consumo, una protezione contro l'insufficienza dei trasferimenti futuri e un canale di trasmissione intergenerazionale della sicurezza economica. Proprio per questo, la struttura della ricchezza delle famiglie italiane rappresenta uno snodo decisivo per comprendere in che modo la società *ageing* trasformi i mercati finanziari non soltanto dal lato dei rendimenti e dei prezzi, ma anche da quello, più profondo, dei comportamenti patrimoniali.

⁵⁴ Banca d'Italia, Istat, *La ricchezza dei settori istituzionali in Italia, 2005–2024*, cit., pp. 1–4.

2.4 La silver economy come driver di trasformazione economica e finanziaria

L'Italia, come evidenziato sin dall'inizio, si caratterizza per una delle più elevate aspettative di vita a livello globale e per una quota di popolazione anziana tra le più consistenti nei Paesi avanzati⁵⁵. Tale configurazione demografica, pur ponendo rilevanti sfide si configura, sotto il profilo economico, anche come un fattore di trasformazione positiva della domanda e come una potenziale fonte di crescita.

Gli individui con più di 65 anni rappresentano infatti una componente sempre più rilevante della domanda aggregata, basti pensare che, nel nostro Paese, essi esprimono circa 200 miliardi di euro di consumi annui, pari a quasi un quinto della spesa complessiva delle famiglie⁵⁶. Questo segmento della popolazione si distingue inoltre per una capacità di spesa pro capite mediamente più elevata e, soprattutto, più stabile rispetto al ciclo economico delle generazioni più giovani. In tale prospettiva, la cosiddetta *silver economy* si configura come un attore fondamentale della domanda, caratterizzato da dinamiche espansive e da una significativa resilienza alle fluttuazioni congiunturali.

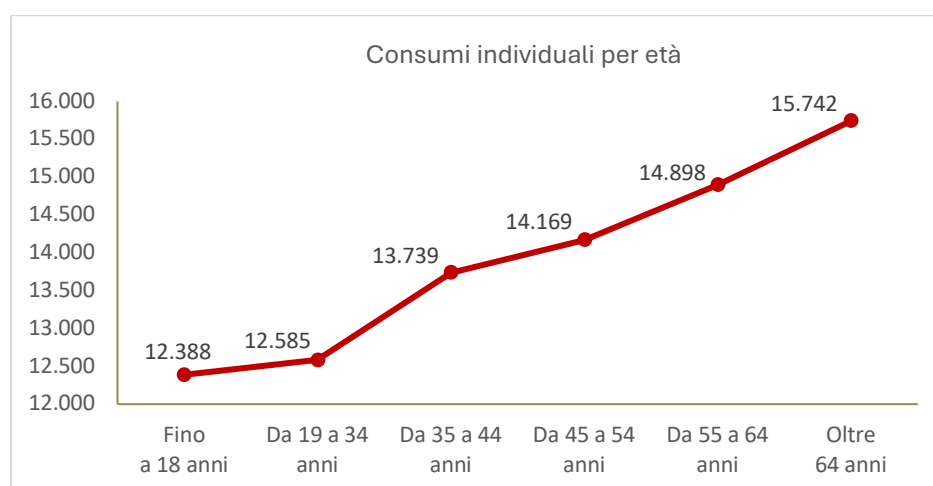


Figura 13 - Consumi individuali per età ⁵⁷

Le imprese, sia a livello nazionale, sia internazionale, stanno progressivamente orientando le proprie strategie verso la fascia di età over 65, adattando l'offerta di beni e servizi alle esigenze specifiche di questa popolazione. In base a quanto sopra evidenziato, ciò avviene al fine di intercettare un bacino di domanda caratterizzato da livelli di spesa elevati e da una minore volatilità rispetto ad altre fasce della popolazione. In termini aggregati, il valore della *silver economy* a livello globale ha raggiunto una dimensione tale da poter essere assimilata a quella di una delle principali economie mondiali, a

⁵⁵ S. Manzocchi, M.R. Testa, "Introduzione", in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società*, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021, pp. 1–10.

⁵⁶ S. Manzocchi, M.R. Testa, "Introduzione", cit., p. 9.

⁵⁷ Fonte: Istat

conferma della rilevanza diffusa del fenomeno⁵⁸. La centralità dell'invecchiamento nelle dinamiche economiche contemporanee è stata infatti ormai riconosciuta anche a livello internazionale. Già in occasione del vertice dei paesi del G8 tenutosi a Osaka nel 2019, il fenomeno è stato esplicitamente qualificato come un rischio globale in ragione della sua incidenza nelle economie avanzate. Circa l'80% della popolazione over 65 risiede nelle principali economie sviluppate, le quali producono complessivamente circa l'85% del PIL mondiale. Parallelamente, nei paesi emergenti si registra un'espansione della popolazione in età lavorativa che eccede la capacità dei sistemi economici di assorbirla, delineando un quadro globale caratterizzato da profonde asimmetrie demografiche e occupazionali. Secondo le proiezioni della Banca Mondiale, l'età media della popolazione mondiale è destinata ad aumentare progressivamente, con implicazioni rilevanti per la struttura dei consumi e per l'organizzazione dei sistemi economici.

Tornando però ora al caso italiano, l'invecchiamento della popolazione è tradizionalmente analizzato in termini di impatto sulla spesa pubblica. Tuttavia, una lettura esclusivamente orientata ai costi risulta parziale in quanto trascura il ruolo attivo delle generazioni più mature nei processi economici.

L'analisi dei comportamenti delle famiglie lungo il ciclo di vita evidenzia, infatti, come gli individui ultrasessantacinquenni presentino una relativa solidità economica poiché vivono frequentemente in abitazioni di proprietà, dispongono di risorse finanziarie e mantengono livelli di consumo relativamente sostenuti.

Tale segmento della popolazione genera una domanda crescente e diversificata di beni e servizi, strutturalmente distinta rispetto a quella delle generazioni più giovani, e le differenze emergono maggiormente nella composizione dei consumi poiché gli individui più anziani destinano una quota maggiore della propria spesa a beni essenziali quali alimentazione, abitazione e salute. Tuttavia, si rileva anche una crescente propensione verso consumi legati al tempo libero, alla cultura, alle attività ricreative e al turismo tanto che, negli ultimi anni, si è osservato un incremento significativo della spesa in tali ambiti a conferma della trasformazione della fase anziana in una porzione sempre più attiva del ciclo di vita.

⁵⁸ M. Rodà, F.G.M. Sica, "L'economia della terza età: consumi, ricchezza e opportunità nella società che invecchia", in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società*, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021, pp. 157–159.

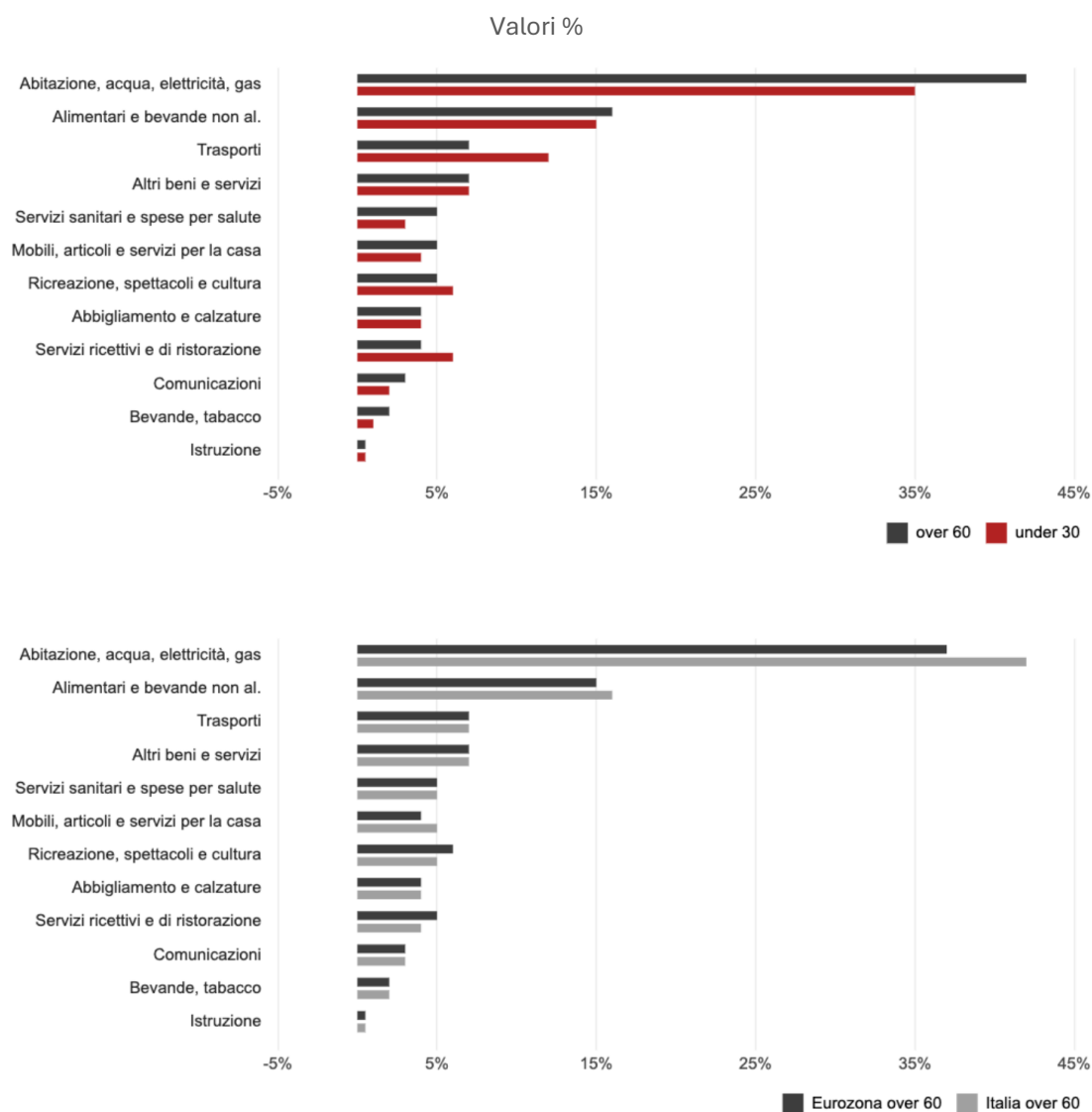


Figura 14 - Composizione del paniere dei consumi over 60 vs under 30 ⁵⁹

Le evidenze empiriche indicano quindi che i livelli di consumo, reddito e ricchezza tendono a crescere lungo il ciclo di vita, per poi stabilizzarsi o ridursi nelle età più avanzate. In particolare, la ricchezza reale, costituita prevalentemente da immobili, risulta fortemente concentrata nella fascia di popolazione più anziana, che ne detiene una quota significativamente superiore rispetto alle generazioni più giovani. Tale concentrazione patrimoniale contribuisce a sostenere la capacità di spesa di questa fascia e a rafforzarne il ruolo nella determinazione della domanda aggregata tanto che, secondo alcune stime, circa il 40% della domanda aggiuntiva di beni e servizi privati è attribuibile alle famiglie anziane⁶⁰.

⁵⁹ Fonte: M. Rodà, F.G.M. Sica, "L'economia della terza età: consumi, ricchezza e opportunità nella società che invecchia", cit., p. 172.

⁶⁰ M. Rodà, F.G.M. Sica, "L'economia della terza età: consumi, ricchezza e opportunità nella società che invecchia", cit., pp. 171-177.

In ogni caso, affinché tali opportunità possano essere pienamente valorizzate, risulta necessario un adeguato contesto istituzionale e di policy volto a sostenere lo sviluppo dell'offerta e ad accompagnare l'adattamento del sistema economico alla nuova struttura demografica. In questa direzione, la Commissione europea ha individuato alcune priorità strategiche, tra cui la promozione dell'invecchiamento attivo, il sostegno alla partecipazione economica della popolazione anziana e lo sviluppo di servizi in grado di rispondere a una domanda in progressiva espansione.

In definitiva, la *silver economy* rappresenta una componente fondamentale delle economie contemporanee e una delle principali manifestazioni economiche della trasformazione demografica in atto. Essa evidenzia come l'invecchiamento della popolazione non si traduca esclusivamente in un vincolo, ma contribuisca anche a ridefinire la struttura della domanda, orientando i consumi, influenzando le strategie delle imprese e delineando nuove direttrici di sviluppo economico.

Ad ogni modo, è giusto ricordare che la concentrazione della ricchezza e della capacità di spesa nelle età più mature, a fronte di una ridotta capacità di accumulazione delle coorti più giovani, introduce elementi di tensione nelle dinamiche sociali, economiche e finanziarie. In tale prospettiva, l'invecchiamento come fattore di trasformazione dei mercati, può rivelarsi una fonte di nuove fragilità, legate al progressivo disallineamento tra chi detiene risorse e chi è chiamato a generarle.

2.5 Squilibri intergenerazionali e nuove vulnerabilità del sistema finanziario

Nel prossimo ventennio, la struttura per età della popolazione italiana è destinata a modificarsi in modo profondo, con un ulteriore incremento dell'indice di vecchiaia a scapito delle fasce di età più giovani. Tale dinamica non si limita a descrivere un fenomeno demografico, ma si traduce in una ridefinizione sostanziale degli equilibri tra generazioni che incide sulla capacità delle stesse di orientare le scelte collettive e di partecipare ai processi economici. In merito a questi ultimi, essa determina una crescente divergenza tra le generazioni che possiedono la ricchezza e quelle chiamate a produrla, compromettendo il tradizionale equilibrio tra accumulazione e sostenibilità del sistema.

Con riferimento all'Italia, le proiezioni demografiche delineano un quadro inequivocabile. La popolazione residente, oggi pari a circa 59 milioni, è prevista in diminuzione fino a 54,7 milioni entro il 2050, mentre la quota di individui con almeno 65 anni crescerà fino al 34,6% (dal 24,3% attuale), a fronte di una contrazione della popolazione in età lavorativa al 54,3% (dal 63,5%) e di una riduzione della componente giovanile all'11,2%. Ne deriva un progressivo squilibrio tra generazioni, tale per

cui il rapporto tra anziani e giovani tenderà a consolidarsi su valori prossimi a tre a uno⁶¹, accentuando la frattura generazionale già oggi evidente⁶².

Questo squilibrio affonda le proprie radici in un processo di lungo periodo caratterizzato da un persistente saldo naturale negativo. Al riguardo, si stima che tra il 2024 e il 2080, a fronte di circa 20,5 milioni di nascite, ci saranno oltre 43,7 milioni di decessi, solo parzialmente compensati da flussi migratori netti positivi.

La conseguenza non è soltanto una riduzione quantitativa della popolazione, ma una trasformazione qualitativa della sua composizione, determinata dal progressivo ingresso nelle età anziane delle coorti del *baby boom* e dalla simultanea contrazione della base demografica attiva.

In questo quadro, la trasformazione delle strutture familiari rappresenta uno dei principali canali attraverso cui si manifestano gli squilibri intergenerazionali. L'apparente stabilità del numero complessivo delle famiglie cela, infatti, una profonda mutazione interna che prefigura famiglie costituite prevalentemente da individui soli destinate ad aumentare in modo significativo fino a rappresentare oltre il 44% del totale entro il 2050⁶³, diversamente, le famiglie da cui origina un nucleo di due o più componenti diminuiranno sia in termini assoluti sia relativi. Tale evoluzione riflette, da un lato, l'invecchiamento della popolazione e l'aumento della longevità, dall'altro la persistente bassa natalità e la crescente instabilità dei legami familiari.

Già oggi il suddetto andamento risulta evidente, visto che oltre la metà degli individui soli ha più di 65 anni, e che tale quota è destinata a crescere ulteriormente nei prossimi decenni, tanto che la solitudine non rappresenterà più una condizione residuale nella società, ma la normalità; circostanza che comporta effetti diretti in termini di domanda di assistenza, servizi e strumenti di protezione sociale.

Come già visto, le trasformazioni descritte si riflettono direttamente sulla distribuzione della ricchezza e sui comportamenti finanziari. Nelle economie caratterizzate da invecchiamento demografico, la ricchezza tende a concentrarsi nelle fasce di età più avanzate quale esito dei processi di accumulazione lungo il ciclo di vita. In Italia, tale fenomeno si inserisce in un contesto in cui la ricchezza delle famiglie rimane elevata in termini aggregati, pari a oltre 11.700 miliardi di euro nel 2024, ma presenta una composizione sempre più orientata verso strumenti finanziari e prodotti

⁶¹ A. Rosina, "Crisi demografica: quali politiche familiari e per le nuove generazioni?", in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società, Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021, pp. 39–55.

⁶² Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ragioneria Generale dello Stato (RGS), *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario. Rapporto n. 26/2025*.

⁶³ Istat.

assicurativi⁶⁴. Si delinea così una frattura tra generazioni in cui le coorti più anziane concentrano stock patrimoniali rilevanti, mentre quelle più giovani incontrano crescenti difficoltà nei processi di accumulazione a causa di carriere lavorative più instabili, minore capacità di risparmio e accesso più limitato ai mercati finanziari.

Tale asimmetria non ha soltanto natura distributiva, ma incide sul funzionamento complessivo del sistema economico. La riduzione della popolazione in età lavorativa comprime la base contributiva e produttiva, mentre l'aumento della popolazione anziana accresce la domanda di trasferimenti pubblici e di prestazioni previdenziali e sanitarie. Ne deriva una tensione crescente tra sostenibilità del welfare e dinamica delle risorse disponibili, destinata a riflettersi anche sugli equilibri finanziari di lungo periodo.

Nel contesto si aggiungono due dimensioni ulteriori, sia di carattere geografico, sia sistemico, dove le divergenze demografiche tra diverse aree del mondo contribuiscono a ridefinire i flussi di capitale e lavoro, incidendo sugli equilibri macroeconomici globali e sulle condizioni di stabilità finanziaria, facendo così assumere alla variabile demografica un ruolo sempre più centrale nell'analisi dei rischi di lungo periodo.

Inquadrando in questo ambito il caso italiano, gli squilibri intergenerazionali emergenti non rappresentano un semplice esito della dinamica demografica, ma il riflesso di una trasformazione che investe, simultaneamente, la distribuzione della ricchezza, la configurazione dei mercati finanziari e la sostenibilità dei sistemi di welfare. Qui, la demografia si configura come una fonte autonoma di rischio sistemico capace di incidere sugli equilibri macrofinanziari e di ridefinire, nel lungo periodo, le condizioni stesse di stabilità del sistema economico.

⁶⁴ D. Curcio, G. Di Giorgio, G. Zito, “Scenari demografici, risparmio e sistema finanziario italiano”, in *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, in *Economia Italiana*, n. 3, 2022, pp. 199–228.

Capitolo III – Regolazione e strategie di riequilibrio nel capitalismo demograficamente maturo in Italia

3.1 Lo squilibrio demografico come vincolo alla sostenibilità del welfare e all’equilibrio intergenerazionale

La concomitante riduzione del tasso di fertilità e l’aumento della speranza di vita della popolazione italiana rendono il vincolo di bilancio, in particolar modo quello previdenziale, estremamente stringente e di complessa gestione; pertanto, il progressivo incedere del tempo rende la percezione della sostenibilità del sistema di welfare sempre più critica.

Partendo dal welfare novecentesco, il presupposto implicito su cui si fondava era caratterizzato da un’ampia popolazione giovane in grado di sostenere, attraverso il lavoro e la contribuzione, una quota relativamente contenuta di individui inattivi. Al contrario, la società contemporanea presenta una configurazione in cui la componente anziana assume un peso crescente rispetto alle coorti più giovani, determinando un progressivo indebolimento del patto intergenerazionale. Secondo recenti proiezioni, la fascia di età compresa tra i 15 e i 64 anni, che coincide sostanzialmente con la popolazione attiva, è destinata a scendere dal 63,5% al 54,3% entro il 2050, traducendosi peraltro in una perdita potenziale di quasi 8 milioni di lavoratori.

Questo shock dell’offerta di lavoro aggrava l’indice di dipendenza strutturale e, a tal proposito, si stima che il rapporto tra persone in età lavorativa e persone in età non lavorativa passerà dall’attuale 3 a 2, ad un rapporto pari a 1 ad 1 entro il 2050. Ciò significa che, in assenza di straordinari incrementi di produttività, ogni singolo lavoratore dovrà sostenere un onere di welfare doppio rispetto ad oggi. Una recente analisi della Banca d’Italia ha poi quantificato l’entità di questo rischio, stimando che la chiusura della “finestra demografica” e il conseguente sbilanciamento strutturale potrebbero tradursi in una contrazione del Prodotto Interno Lordo (PIL) italiano fino al 9% nei prossimi 20 anni⁶⁵. La denatalità, erodendo la popolazione in età attiva, indebolisce in modo diretto le possibilità di crescita economica, ponendo un limite intrinseco alla sostenibilità del welfare⁶⁶.

Dal punto di vista sociologico e del diritto dell’economia, lo squilibrio demografico genera una crescente e pericolosa divergenza tra le generazioni che detengono ricchezza e quelle chiamate invece a produrla, generando un meccanismo che porta a favorire una forte concentrazione patrimoniale nelle fasce di età più avanzate, mentre i giovani si trovano a finanziare un welfare oneroso a fronte di

⁶⁵ S. Alfonso, “Oltre l’inverno: trasformare il declino demografico in opportunità di crescita”, in Deloitte, 2 aprile 2026.

⁶⁶ A. Rosina, “Crisi demografica: quali politiche familiari e per le nuove generazioni?”, cit., pp. 39–55.

carriere lavorative instabili, redditi stagnanti e promesse previdenziali future nettamente inferiori rispetto al passato⁶⁷.

Da ciò deriva che, quando la struttura demografica si modifica in modo persistente, lo squilibrio si configura come un vincolo sistemico che agisce simultaneamente su tre livelli⁶⁸. Sul versante finanziario, essa si manifesta nella progressiva contrazione della base contributiva, determinata dalla ridotta consistenza delle coorti più giovani che accedono al mercato del lavoro; sul piano strutturale, si traduce nell'espansione della domanda di prestazioni di welfare, quale conseguenza diretta dell'aumento della popolazione anziana; infine, sotto il profilo distributivo, tale dinamica incide negativamente sull'equa ripartizione delle risorse tra le diverse generazioni. È precisamente l'interazione tra queste tre dimensioni a rendere la questione demografica il nodo centrale del welfare contemporaneo. E, per analizzarne compiutamente gli effetti, è necessario scomporre l'impatto demografico sulle tre direttrici principali della spesa pubblica, vale a dire la previdenza, la sanità e l'assistenza (*Long-Term Care*).

3.1.1 La spesa pensionistica e l'individualizzazione del rischio sociale

All'interno del sistema welfare, il comparto previdenziale rappresenta l'ambito in cui il legame tra struttura demografica e sostenibilità finanziaria si manifesta nella forma più diretta. In un regime a ripartizione (*Pay As You Go*), le prestazioni correnti sono finanziate dai contributi della popolazione attiva e ogni variazione nel rapporto tra occupati e pensionati altera l'equilibrio del sistema. Questo meccanismo presenta due ordini di criticità; una questione aritmetica legata al rapporto attivi/pensionati, e una dimensione macroeconomica legata al ritmo di crescita dell'economia⁶⁹.

Le proiezioni elaborate dalla Ragioneria Generale dello Stato (RGS) confermano tale nesso. Infatti, nello scenario a legislazione vigente, la spesa pensionistica in rapporto al PIL è destinata a crescere fino a raggiungere un picco pari a circa il 17% intorno al 2040, per poi ridursi progressivamente verso il 14% nel lungo periodo, come si può vedere dal grafico sotto riportato.

⁶⁷ Ufficio Stampa FISAPI, "Pensioni in bilico: la crisi demografica spinge verso una nuova strategia welfare", in Federprofessioni, 24 settembre 2025.

⁶⁸ M. De Arcangelis et al., "Demografia e sostenibilità del sistema pensionistico", in *Rivista di Politica Economica*, 2021.

⁶⁹ M. De Arcangelis et al., "Demografia e sostenibilità del sistema pensionistico", cit.

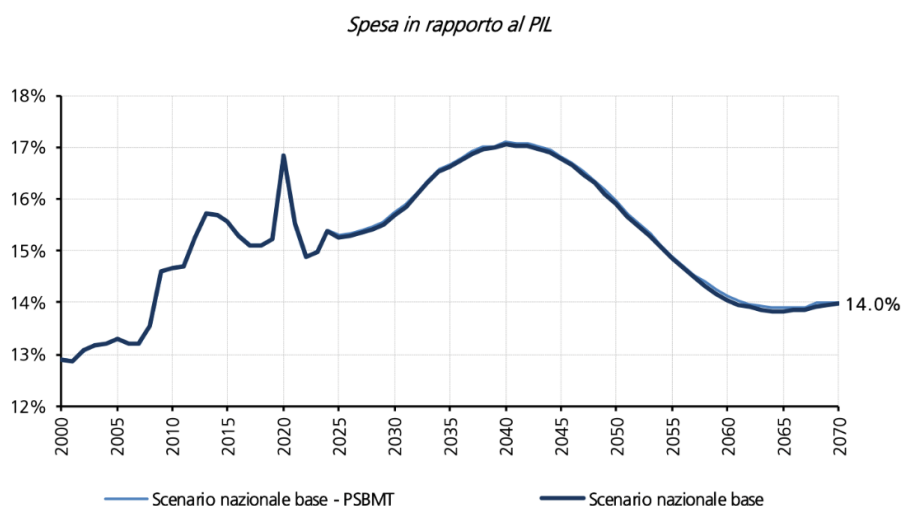


Figura 15 - Spesa pubblica per pensioni – Scenario nazionale base ⁷⁰

Questo profilo dinamico, apparentemente controintuitivo, richiede una lettura sofisticata dal momento che la successiva riduzione dell'incidenza della spesa sul PIL non segnala un allentamento della pressione demografica che, al contrario, continua ad aumentare, ma riflette la messa a regime del metodo di calcolo contributivo. La pensione cessa di essere ancorata alle ultime retribuzioni e diviene funzione della storia contributiva individuale, della dinamica macroeconomica e dell'evoluzione della speranza di vita. L'allungamento della vita media comporta perciò una diluizione del montante contributivo su un orizzonte temporale più esteso, rendendo la rendita annua necessariamente inferiore a parità di contributi versati.

In tal senso, la riduzione della spesa pensionistica sul PIL, non è espressione di una maggiore efficienza, bensì il risultato di una contrazione implicita delle prestazioni medie, che incorpora il vincolo demografico nei parametri di calcolo e che conduce ad una progressiva individualizzazione del rischio sociale, risultante dal rischio di longevità e da quello macroeconomico; effetti che prima erano assorbiti dal settore pubblico ed ora, e ancor più in futuro, gravanti sulle spalle del cittadino.

Questo meccanismo è dunque sì atto a contenere gli squilibri fiscali del lungo periodo, ma al prezzo di rendere sempre più inadeguati i redditi degli italiani nella fase post-lavorativa certamente, ma anche in quella lavorativa stessa.

3.1.2 La rigidità della spesa sanitaria e il fattore “*Proximity to death*”

Se in ambito previdenziale abbiamo osservato come lo Stato possa trasferire l'onere mediante l'adattamento delle prestazioni, e lo stia fattualmente trasferendo, nel campo della spesa sanitaria, ha margini di manovra più contenuti dato che l'invecchiamento costituisce, ormai da qualche decennio,

⁷⁰ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ragioneria Generale dello Stato (RGS), *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario. Rapporto n. 26/2025*, figura A.

un fattore strutturalmente espansivo della domanda pubblica. Le proiezioni della Ragioneria Generale dello Stato mostrano a riguardo che la spesa sanitaria, in rapporto al PIL, è destinata a crescere gradualmente fino a stabilizzarsi intorno al 7,4-7,5% nel lungo periodo⁷¹.

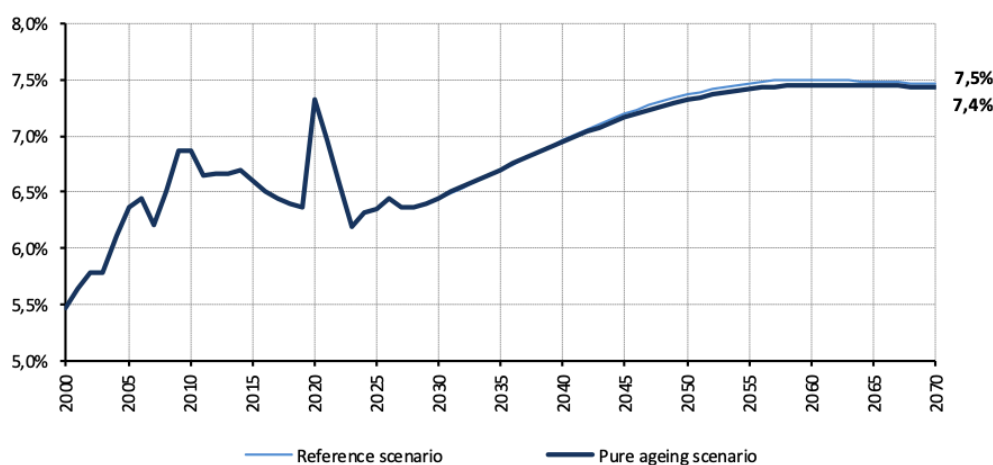


Figura 16 - Spesa pubblica per sanità – Scenario nazionale base ⁷²

Differentemente dal sistema pensionistico, la spesa sanitaria risulta quindi difficilmente comprimibile giacché connessa a diversi fattori concomitanti, ovvero a diritti costituzionalmente garantiti, a variabili epidemiologiche (come le malattie cronico-degenerative) e al costoso progresso tecnologico del settore. Inoltre, un elemento cruciale da considerare è che il principale determinante dei costi sanitari individuali non è l'età anagrafica in sé, ma la prossimità al decesso (*proximity to death*) che mostra come la spesa tenda a concentrarsi nelle fasi finali della vita. Pertanto, aumentando il numero di individui che si collocano in questa fase ad alta intensità di cura, si assiste sia ad un aumento quantitativo, sia ad una trasformazione qualitativa della spesa, fortemente sbilanciata verso le componenti più onerose⁷³.

⁷¹ Ministero dell'Economia e delle Finanze - Ragioneria Generale dello Stato, *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*, 2025.

⁷² Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ragioneria Generale dello Stato (RGS), *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario. Rapporto n. 26/2025*, figura B.

⁷³ M. Rodà, F.G.M. Sica, "L'economia della terza età: consumi, ricchezza e opportunità nella società che invecchia", cit.

Italia, valori in miliardi e valori % su spesa totale 153 mld

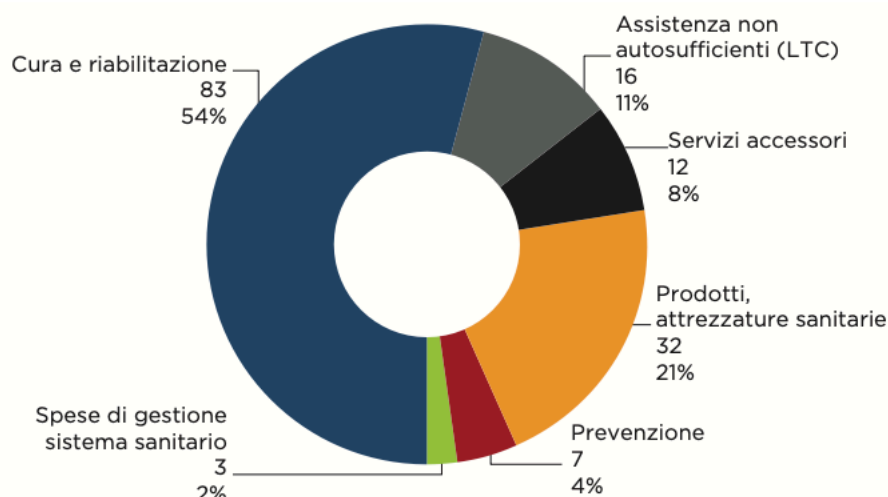


Figura 17 - Composizione della spesa sanitaria: concentrazione sulla cura e sulla riabilitazione rispetto alla prevenzione⁷⁴

3.1.3 L'emergenza della non autosufficienza e la crisi delle reti informali

La rigidità della spesa emerge in modo ancora più critico nel comparto della *Long-Term Care* (LTC), dedicato alla non autosufficienza. La spesa per LTC mostra una dinamica di crescita particolarmente marcata, passando da valori prossimi all'1,6% del PIL nel 2025 fino a livelli superiori al 2,3% nel lungo periodo.

Spesa in rapporto al PIL

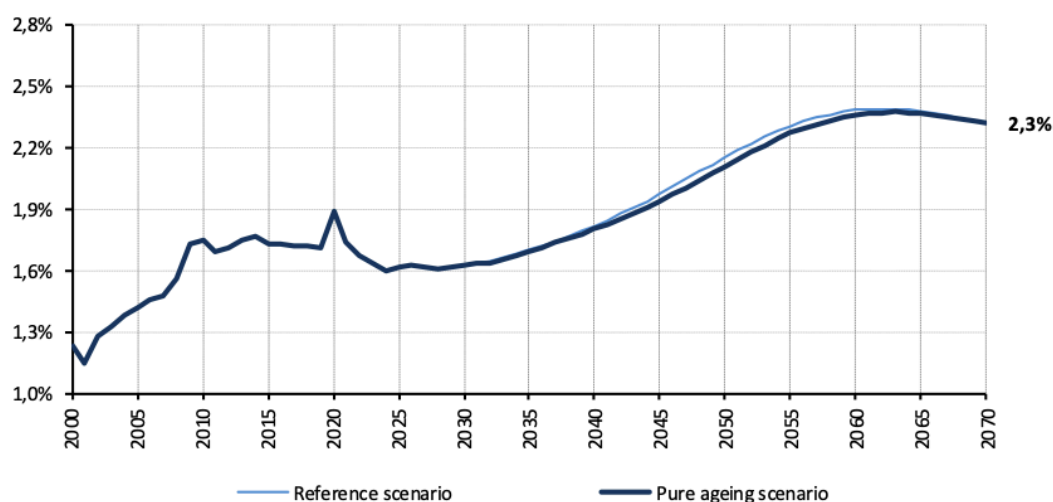


Figura 18 - Spesa pubblica per LTC – Scenario nazionale base⁷⁵

⁷⁴ Fonte: M. Rodà, F.G.M. Sica, "L'economia della terza età: consumi, ricchezza e opportunità nella società che invecchia", cit., p. 185.

⁷⁵ Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ragioneria Generale dello Stato (RGS), *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario. Rapporto n. 26/2025*, figura C.

Questo incremento, al pari della spesa sanitaria, non possiede meccanismi di contenimento endogeno e, peraltro, dal carattere strutturale dell'espansione della LTC deriva una duplice dinamica che vede, da un lato, l'aumento del numero di anziani, dall'altro, l'estensione della durata media della condizione di dipendenza e fragilità.

A questo si somma la trasformazione delle strutture familiari come la diminuzione dei componenti del nucleo familiare, la maggiore mobilità e la partecipazione femminile al mercato del lavoro che riducono drasticamente la disponibilità di assistenza informale, trasferendo una quota crescente di bisogni verso il sistema pubblico⁷⁶.

A chiusura di questa breve rassegna, emerge come le dinamiche di pensioni, sanità e non autosufficienza non delineino una riduzione del welfare, ma una sua profonda ricomposizione interna che vede il baricentro del sistema di protezione sociale spostarsi progressivamente dall'aspetto monetario delle pensioni alla gestione diretta dei bisogni di cura lungo il ciclo di vita.

Queste dinamiche, in una società dominata dalla scarsità di forza lavoro, impongono l'abbandono dell'idea di welfare come mero strumento di assistenza passiva e il passaggio a una welfare strategy attiva e olistica. In assenza di un approccio di questo tipo, atto ad incidere tanto sul mercato del lavoro quanto sull'architettura istituzionale del welfare, lo squilibrio demografico continuerà ad agire come un limite sempre più stringente alla stabilità macrofinanziaria ed istituzionale del Paese.

3.2 Le risposte istituzionali

In tale quadro, l'azione dello Stato, intesa nella sua dimensione di regolatore dei mercati e delle istituzioni economiche, è chiamata ad attuare una strategia di riequilibrio volta a garantire la tenuta macrofinanziaria e la coesione sociale.

Questa sezione si propone pertanto di analizzare alcune delle risposte istituzionali elaborate per fronteggiare gli effetti dell'inverno demografico e di svilupparle secondo le quattro macroaree di intervento che seguono.

3.2.1 La riallocazione del rischio previdenziale

Il passaggio dal sistema retributivo a quello contributivo rappresenta la prima e più profonda risposta istituzionale allo squilibrio demografico. Come abbiamo visto nella figura n.15 la traiettoria decrescente nella seconda metà del secolo è il risultato della piena operatività e messa a regime del metodo di calcolo contributivo. Dal punto di vista della regolazione e del diritto dell'economia, questa transizione si traduce in un radicale mutamento della distribuzione del rischio e, se nel precedente

⁷⁶ C. Lucifora et al., *La Silver Economy in Italia*, 2025.

modello retributivo il rischio di longevità e le fluttuazioni macroeconomiche erano prevalentemente assorbiti dal settore pubblico, con il sistema contributivo tali rischi vengono traslati direttamente sui cittadini, che si trovano così esposti sia alle discontinuità e alle fragilità del mercato del lavoro, sia alle implicazioni sfavorevoli connesse ad un fenomeno altrimenti positivo, quale è l'estensione della durata della vita.

Il riequilibrio finanziario del welfare non viene dunque perseguito attraverso un'espansione delle risorse collettive, ma mediante un adeguamento endogeno delle prestazioni. L'allungamento della vita media comporta, infatti, una diluizione del montante contributivo su un orizzonte temporale più esteso per cui, a parità di contributi versati, la rendita annua risulta necessariamente inferiore e penalizzante, in particolare, per i lavoratori con carriere lavorative precarie. Questo processo delinea una progressiva individualizzazione del rischio sociale, che se da un lato garantisce il contenimento degli squilibri fiscali di lungo periodo, dall'altro comprime strutturalmente l'adeguatezza dei redditi, soprattutto nella fase post lavorativa.

Il fulcro di questa stringente neutralità attuariale risiede nell'applicazione rigorosa di due stabilizzatori, che possiamo definire automatici, quali l'adeguamento dei requisiti anagrafici di accesso al pensionamento e la revisione (con cadenza biennale dal 2021) dei coefficienti di trasformazione in base alle variazioni oggettive della speranza di vita rilevate dall'Istat. Questi meccanismi sono considerati indispensabili a livello europeo e internazionale per coniugare le esigenze di sostenibilità finanziaria con quelle di adeguatezza e la loro funzione di salvaguardia macroeconomica è vitale dal momento che la rimozione permanente di tali meccanismi comporterebbe un incremento esplosivo del rapporto debito/PIL, quantificabile in circa 20 punti percentuali aggiuntivi al 2045 e ben 60 punti percentuali al 2070. È attraverso questi stabilizzatori che il rischio demografico cessa di essere un fattore esogeno andando quindi a costituire una variabile interna e strutturale dei parametri di calcolo⁷⁷.

Nonostante l'architettura del sistema sia fondata su questa rigorosa logica attuariale, la strategia di riequilibrio istituzionale si è scontrata frequentemente con deroghe normative dettate dalla ricerca di consenso politico nel breve periodo. Negli ultimi anni, il legislatore ha introdotto molteplici vie d'uscita anticipata in deroga ai requisiti ordinari (come le cosiddette Quota 100, Quota 102 e Quota 103); misure temporanee e disarticolate che hanno generato confusione normativa e prodotto l'effetto

⁷⁷ Ministero dell'Economia e delle Finanze - Ragioneria Generale dello Stato, *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*, cit.

pratico di abbassare l'età effettiva di pensionamento, passata da una media di 62,4 anni nel 2019 a 61,7 anni nel 2024⁷⁸.

Tali interventi incidono negativamente sui saldi previdenziali e dimostrano come l'equilibrio del sistema sia alquanto sottile, la tenuta futura richiederà, pertanto, non solo il mantenimento in purezza degli stabilizzatori automatici, ma anche l'applicazione di requisiti anagrafici rigorosi, limitando la flessibilità in uscita solo a coloro che possono vantare nastri contributivi particolarmente lunghi.

3.2.2 La regolazione e il potenziamento dei mercati dei capitali: il rafforzamento della previdenza complementare

La contrazione delle prestazioni del primo pilastro, il sistema previdenziale pubblico e obbligatorio, derivante dalla transizione al sistema contributivo e dall'applicazione dei correttivi legati all'aspettativa di vita, impone una profonda ricalibratura dell'architettura previdenziale italiana.

In questo scenario, la previdenza complementare cessa di essere considerata una mera opzione accessoria per assumere il ruolo di elemento strutturale e indispensabile del nuovo equilibrio sociale. Il diritto dell'economia e la regolazione dei mercati finanziari sono pertanto chiamati a favorire il transito verso un modello previdenziale "multi-pilastro", in grado di coniugare l'adeguatezza dei redditi post-lavorativi con lo sviluppo dei mercati dei capitali.

Dal punto di vista microeconomico, la previdenza complementare assolve alla funzione vitale di diversificare il rischio pensionistico, distribuendo la copertura della vecchiaia tra trasferimenti pubblici e accumulazione privata. Le proiezioni della Ragioneria Generale dello Stato dimostrano in modo inequivocabile la portata di questo intervento poiché l'introduzione del calcolo contributivo comporterebbe, in assenza di integrazioni, una drastica riduzione dei tassi di sostituzione. In effetti, la partecipazione agli strumenti di previdenza complementare mitiga significativamente questa caduta; tant'è che le simulazioni effettuate tra il 2010 e il 2070, riportano una flessione del tasso di sostituzione lordo per i dipendenti privati da 15,2 punti percentuali risultanti dalla sola previdenza obbligatoria a soli 7,5 punti percentuali in presenza di una copertura integrativa⁷⁹. Un beneficio ancora più marcato si registra per i lavoratori autonomi, a dimostrazione di come la capitalizzazione privata sia lo strumento tecnico-giuridico fondamentale per mantenere un tenore di vita adeguato nella fase di quiescenza.

⁷⁸ Itinerari Previdenziali, "Pensioni, sistema sostenibile ma attenzione alla demografia (Tredicesimo Rapporto)", 14 gennaio 2026.

⁷⁹ Ministero dell'Economia e delle Finanze - Ragioneria Generale dello Stato, *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*, cit.

Accanto alla finalità di protezione individuale, i fondi pensione esercitano una funzione macroeconomica cruciale poiché, in qualità di investitori istituzionali dotati di orizzonti temporali lunghi, essi rappresentano un volano per il finanziamento dell'economia reale, delle infrastrutture e anche per la manutenzione del mercato dei capitali. Questa visione trova un perfetto allineamento con gli obiettivi europei della *Savings and Investment Union* (o *Capital Market Union*), che individua proprio nei fondi pensione il fulcro per superare la frammentazione dei mercati finanziari europei e mobilitare le ingenti risorse del risparmio privato verso investimenti produttivi volti alla crescita⁸⁰. Sotto questo profilo, la regolazione della previdenza integrativa diventa a tutti gli effetti politica industriale e finanziaria.

Nonostante la centralità teorica del secondo pilastro, la previdenza complementare o integrativa, il mercato italiano mostra ancora un potenziale ampiamente inespresso. I dati della relazione COVIP per il 2024 indicano che gli iscritti alla previdenza complementare sfiorano i 10 milioni, con un patrimonio complessivo di 243,4 miliardi di euro. Tuttavia, persistono gravi criticità distributive dal momento che oltre tre italiani su cinque risultano ancora privi di una copertura previdenziale complementare⁸¹. L'adesione rimane confinata prevalentemente tra i lavoratori più istruiti e nelle imprese di maggiori dimensioni, lasciando scoperti proprio i soggetti più vulnerabili alle discontinuità lavorative, ovvero giovani, donne e lavoratori autonomi.

Per correggere tale dualismo e accelerare l'adesione, l'approccio regolatorio tradizionale sta evolvendo verso strategie ispirate all'economia comportamentale. A livello europeo, la Commissione sta promuovendo il principio dell'*auto-enrolment* (sottoscrizione automatica) con clausola di *opting-out*⁸². Questa spinta gentile, già sperimentata con successo in altre giurisdizioni, si propone come un catalizzatore per sbloccare la crescita su larga scala dei fondi pensione, semplificando le opzioni di default per l'investitore e riducendo le asimmetrie informative.

In conclusione, la sfida attuale del legislatore italiano consiste nel perfezionare un quadro regolatorio e fiscale che incentivi massicciamente l'adesione al secondo pilastro, trasformando definitivamente il welfare da un sistema per così dire Stato-centrico ad uno in cui il mercato dei capitali partecipa attivamente all'assorbimento del rischio demografico e al sostegno della stabilità finanziaria di lungo periodo.

⁸⁰ F. Vella, "I fondi pensione tra welfare e mercato unico dei capitali", in *lavoce.info*, 15 dicembre 2025.

⁸¹ "Previdenza complementare, per la maggioranza degli italiani resta un tabù", in *FocusRisparmio*, 12 gennaio 2026.

⁸² F. Vella, "I fondi pensione tra welfare e mercato unico dei capitali", cit.

3.2.3 L'adattamento del mercato del lavoro: age management e formazione

Il progressivo invecchiamento della forza lavoro impone una transizione di paradigma nel diritto dell'economia e nelle politiche del lavoro, rendendo la formazione continua e la riallocazione attiva delle leve strategiche ineludibili. Con la contrazione della popolazione in età attiva, la crescita economica perde infatti la sua componente estensiva e diviene strettamente dipendente da fattori qualitativi come il capitale umano, l'innovazione organizzativa e la Produttività Totale dei Fattori (PTF). In questo scenario, il dividendo demografico si attenua e la tenuta macroeconomia richiede un rafforzamento sostanziale delle determinanti della produttività⁸³.

Sotto il profilo del diritto dell'economia, la gestione del lavoratore maturo richiede un intervento pubblico fondato su una *multilevel governance*⁸⁴, capace di coordinare gli strumenti europei e la legislazione nazionale per prevenire i conflitti intergenerazionali e promuovere un invecchiamento attivo che rispetti dignità e diritti fondamentali. La dottrina giuslavoristica sottolinea che la vera sfida regolatoria consiste nel guidare la condizione del lavoratore anziano in una traiettoria che vada dall'esclusione all'inclusione⁸⁵. A livello istituzionale italiano, la risposta si concretizza nel Programma GOL (Garanzia di Occupabilità dei Lavoratori), finanziato dal PNRR, all'interno del quale il Piano Nuove Competenze mira specificamente all'aggiornamento, alla riqualificazione e alla ricollocazione attiva dei lavoratori over 55⁸⁶.

Per quanto attiene invece al ruolo della formazione continua, questo è validato dalla teoria macroeconomica. Modelli di crescita avanzati dimostrano che la qualità delle competenze cognitive può promuovere la crescita e l'inclusione, garantendo che il capitale umano sia più preparato alle sfide contemporanee⁸⁷. Indagini empiriche confermano inoltre che livelli più elevati di istruzione e salute sono associati a salari più alti, i quali fungono da *proxy* per la produttività aggregata⁸⁸. In quest'ottica, prendendo ad esempio il rapporto *The path to 2075- The positive story of global aging*⁸⁹ di Goldman Sachs, si evidenzia come il *lifelong learning* permetta alle persone di restare attive anche dopo i 60 anni, compensando il calo della forza lavoro giovane e trasformando il mutamento

⁸³ A. Papetti, "L'invecchiamento globale e la permanenza di tre tendenze secolari", in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021.

⁸⁴ F. Capriglione, M. Andenæs, V. Lemma, "Demographic Dynamics and Economic Law in the Light of Recent Geopolitical Trends", in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 14, n. 1, 2025.

⁸⁵ V. Fili, "Longevità vs sostenibilità. Prove di resistenza", ADAPT University Press, 2022, pp. 67–103.

⁸⁶ C. Lucifora, E. Cottini, N. Di Natale, M. Maccarini, M. Piotti, *La Silver Economy in Italia. Policy Brief*, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, Progetto Age-It, 2025, pp. 34–40.

⁸⁷ F. Capriglione, M. Andenæs, V. Lemma, "Demographic Dynamics and Economic Law in the Light of Recent Geopolitical Trends", cit., p. 20.

⁸⁸ M. Forbes, A. Barker, S. Turner, *The Effects of Education and Health on Wages and Productivity. Productivity Commission Staff Working Paper*, Melbourne, Productivity Commission, marzo 2010.

⁸⁹ Goldman Sachs, *The Path to 2075–The positive story of global aging*, 27 maggio 2025.

demografico da minaccia ad opportunità⁹⁰. Anche il rapporto OCSE *Cities for All Ages*⁹¹ ribadisce che investire nella riqualificazione professionale dei *senior* costituisce un vantaggio competitivo che aumenta la produttività e attenua la carenza di manodopera in settori strategici⁹².

Passando poi al livello microeconomico ed aziendale, l'impatto dell'inverno demografico si contrasta abbandonando i vecchi pregiudizi (*ageism*) e adottando un approccio integrato di *Age Management*⁹³. Un concetto cardine in questo ambito è la *workability* (capacità al lavoro), ovvero l'adeguamento dell'ambiente e dell'organizzazione del lavoro per favorire la sintesi migliore tra i fabbisogni aziendali e le mutevoli capacità psico-fisiche degli over 55 e degli over 65⁹⁴. In quest'ottica, la riprogrammazione delle carriere deve avvenire in modo progressivo prevedendo lo spostamento dei lavoratori più anziani in posizioni meno *labour intensive*, valorizzando la loro esperienza in ruoli di coordinamento e salvaguardando la *corporate memory* aziendale.

Per evitare la dispersione delle competenze e mitigare le barriere culturali, le imprese devono investire nell'apprendimento collaborativo, sfruttando strumenti come il *peer-learning* e il *reverse mentoring*, che favoriscono uno scambio bidirezionale tra generazioni.

Tuttavia, il percorso è ancora in salita dal momento che, nonostante le indicazioni di policy, l'attuazione pratica nelle imprese italiane, costituite per il 99,6% da PMI, presenta forti criticità. Le rilevazioni INAPP del 2021–2022 sull'innovazione e l'invecchiamento nelle piccole e medie imprese italiane mostrano che, sebbene oltre la metà delle aziende dichiara di promuovere l'aggiornamento delle competenze dei senior, strumenti più avanzati per identificare le competenze potenziali restano limitati a circa il 30%. A conferma di ciò, molte aziende italiane considerano i lavoratori che si avvicinano all'età pensionabile meno adattabili all'apprendimento di nuovi ruoli o ritengono che essi risentano maggiormente dei ritmi di lavoro. Superare tali pregiudizi tramite pratiche strutturate di *diversity management* generazionale è indispensabile poiché le imprese che non adeguano i propri paradigmi organizzativi all'invecchiamento rischiano di frenare la propria capacità di innovare⁹⁵.

⁹⁰ R. Caffaratti, “Come il global aging può generare crescita economica e ritorni per gli investitori”, in Online SIM Blog, 25 giugno 2025.

⁹¹ OECD, *Cities for All Ages*, OECD Urban Studies, OECD Publishing, 2025.

⁹² Happy Ageing, “La silver economy come motore delle città che invecchiano”, 1° ottobre 2025.

⁹³ S. Alfonso, “Oltre l'inverno: trasformare il declino demografico in opportunità di crescita”, cit.

⁹⁴ C. Lucifora, “La Silver economy fra consumi e salute”, in *Vita e Pensiero*, n. 3, 2024, pp. 67–75.

⁹⁵ S. Alfonso, “Oltre l'inverno: trasformare il declino demografico in opportunità di crescita”, cit.

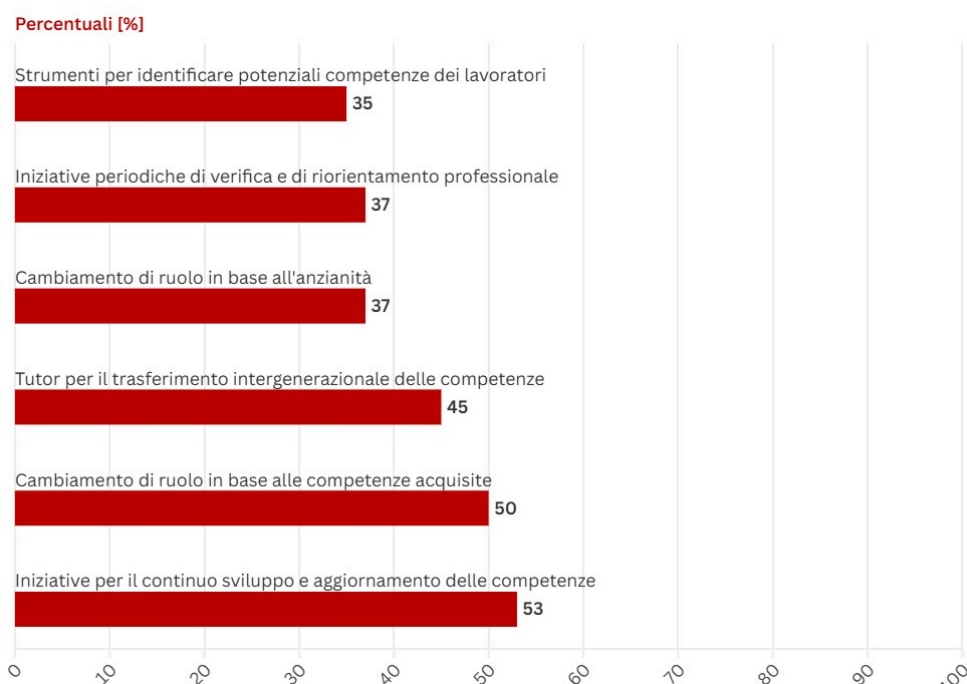


Figura 19 - Gestione dei percorsi di carriera per i lavoratori senior ⁹⁶

3.2.4 Politiche familiari e sostegno alla natalità: il tentativo di intervenire sulle cause dello squilibrio

Se la ristrutturazione dei sistemi pensionistici, l'adeguamento del mercato del lavoro e il rafforzamento della previdenza complementare operano prevalentemente sul contenimento degli effetti dello squilibrio demografico, le politiche familiari e di sostegno alla natalità rappresentano l'estremo tentativo istituzionale di intervenire sul suo nucleo causale. In una società caratterizzata da una persistente bassissima fecondità (*lowest-low fertility*⁹⁷) e da una conseguente contrazione della base della piramide demografica, il tema della natalità cessa di essere una questione relegata alla sfera delle scelte private per assumere una chiara valenza macroeconomica e, in tal senso, le decisioni riproduttive risultano strettamente connesse alla sostenibilità del sistema di welfare, alla dinamica della forza lavoro e alla tenuta del patto intergenerazionale.

Per comprendere la *ratio* e i limiti dell'attuale architettura delle politiche pubbliche italiane, è necessario inquadrare le determinanti che ostacolano la genitorialità. Come visto nei primi paragrafi di questa disamina, la letteratura demografica smentisce l'ipotesi di un crollo generalizzato del desiderio riproduttivo; il modello ideale rimane infatti quello della famiglia a due figli. Nonostante

⁹⁶ Fonte: C. Lucifora, E. Cottini, N. Di Natale, M. Maccarini, M. Piotti, *La Silver Economy in Italia. Policy Brief*, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, Progetto Age-It, 2025, p.15.

⁹⁷ H.P. Kohler, F.C. Billari, J.A. Ortega, "The Emergence of Lowest-Low Fertility in Europe During the 1990s", in *Population and Development Review*, vol. 28, n. 4, 2002, pp. 641–680.

ciò, l'Italia risulta caratterizzata da un cronico *intention-behavior gap*⁹⁸, ovvero un profondo divario tra la fecondità desiderata e quella effettivamente realizzata.

Tale divario è l'esito di una complessa interazione tra aspirazioni individuali e vincoli strutturali. Nello specifico, la condizione italiana si distingue per un intreccio patologico tra precarietà occupazionale, bassi salari, ritardo nell'acquisizione dell'autonomia abitativa e debolezza del sistema di welfare⁹⁹. L'incertezza si è trasformata da condizione contingente a tratto strutturale dell'orizzonte esistenziale delle giovani generazioni; di conseguenza, la posticipazione della genitorialità si tramuta troppo spesso in rinuncia definitiva.

A questo si somma il nodo critico del ruolo femminile. Se storicamente la partecipazione delle donne al mercato del lavoro era associata ad una minore fecondità, oggi le economie avanzate mostrano una correlazione positiva; i Paesi con i più alti tassi di occupazione femminile, come Svezia e Francia¹⁰⁰, registrano i livelli di fecondità più vicini alla soglia di rimpiazzo e questo avviene laddove il contesto istituzionale riduce il conflitto tra maternità e lavoro. Al contrario, in Italia la persistenza di un welfare debole e di un'asimmetria nei carichi di cura domestica impone alle donne un'elevata *motherhood penalty*¹⁰¹, costringendo spesso a scegliere tra il mantenimento dell'occupazione e la realizzazione dei propri progetti familiari.

L'OCSE ha evidenziato che i sistemi di policy più efficaci sono quelli capaci di abbassare simultaneamente il costo diretto e il costo opportunità dei figli attraverso un *policy package* strutturato, comprendente servizi educativi per l'infanzia, congedi retribuiti, sostegni economici continuativi e incentivi alla condivisione della cura tra madri e padri¹⁰².

L'Italia ha storicamente scontato una forte frammentazione degli interventi, tanto che un primo e significativo passo verso la razionalizzazione si è avuto soltanto nel 2022, con l'introduzione dell'Assegno Unico e Universale (AUU) che ha unificato i precedenti e disomogenei trasferimenti introducendo una logica universalistica, modulata in base all'ISEE, per sostenere il reddito delle famiglie con figli. Successivamente, le Leggi di Bilancio¹⁰³, in particolar modo quelle degli ultimi due anni, hanno intensificato gli interventi, orientandoli verso obiettivi esplicitamente pro-natalità¹⁰⁴.

⁹⁸ M.R. Testa, "La bassa fecondità non è destino", in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021, pp. 13–38.

⁹⁹ P. Riva, "Sostegno a famiglie e natalità: cosa prevede la Legge di Bilancio", in *Secondo Welfare*, 22 gennaio 2025.

¹⁰⁰ Secondo i dati più recenti disponibili (Eurostat, 2024–2025), il tasso di occupazione femminile (fascia 20–64 anni) si attesta intorno all'80% in Svezia, al 70% in Francia e al 52% in Italia, evidenziando un marcato divario tra i modelli occupazionali europei.

¹⁰¹ F. Luppi, "Le ragioni della bassa fecondità italiana", in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021, cit., pp. 57–80.

¹⁰² T. Sobotka, A. Matysiak, Z. Brzozowska, "Policy Responses to Low Fertility: How Effective Are They?", in *UNFPA Working Paper*, n. 1, maggio 2019, pp. 28–30, 70–72; cfr. anche OECD, *Doing Better for Families*, OECD Publishing, 2011.

¹⁰³ Ministero dell'Economia e delle Finanze, "Principali misure della legge di bilancio 2026", 30 dicembre 2025.

¹⁰⁴ P. Riva, "Sostegno a famiglie e natalità: cosa prevede la Legge di Bilancio", cit.

In tale contesto, si è assistito, anzitutto, alla reintroduzione di trasferimenti monetari diretti, tra cui il cosiddetto “Bonus nascite”, consistente in un contributo *una tantum* pari a 1.000 euro destinato ai nuovi nati nei nuclei familiari con ISEE inferiore a 40.000 euro.

Parallelamente, il legislatore ha rafforzato il versante degli incentivi fiscali e contributivi, procedendo a un riordino delle detrazioni fiscali basato sul “quoziente familiare”, modulando i limiti di spesa detraibile in base al numero di figli a carico. Sul versante lavorativo, il cosiddetto “Bonus mamme” prevede un esonero contributivo per le lavoratrici dipendenti, esteso in prospettiva alle autonome, con almeno due figli.

Interventi rilevanti hanno riguardato altresì il potenziamento dei congedi parentali, con l’innalzamento dell’indennità del precedente 30% all’attuale 80% della retribuzione per i primi mesi di fruizione, nonché il rafforzamento dei servizi per l’infanzia e delle misure di sostegno all’accesso alla casa. In particolare, è stato confermato ed ampliato il “Bonus asilo nido” per il pagamento delle rette, mentre è stata attribuita maggiore centralità al Fondo di garanzia per i mutui prima casa, rivolto prioritariamente alle giovani coppie e alle famiglie numerose.

Tuttavia, secondo quanto affermato da demografi del calibro di Rosina, nonostante il rafforzamento economico in atto, l’efficacia di medio-lungo periodo di queste misure appare limitata da carenze strutturali¹⁰⁵.

In primo luogo, i sussidi episodici generano illusione poiché interventi *una tantum* come il “Bonus nascite” sono politicamente visibili ma demograficamente inefficaci. Come rivela anche la sociologa Chiara Saraceno, queste non possono ambire a modificare le aspettative di lungo periodo dal momento che in presenza di precarietà lavorativa e assenza di alloggi accessibili, un sussidio occasionale non è sufficiente a indurre la pianificazione di una nascita.

Secondariamente, permane un rilevante deficit infrastrutturale nei servizi che limita l’efficacia degli strumenti monetari. Prendendo ad esempio il “Bonus asilo nido”, questo si scontra con l’assenza fisica delle infrastrutture che, in molte aree del Paese, in particolare nel Mezzogiorno, restano al di sotto dei target stabiliti a livello europeo¹⁰⁶, vanificando la finalità conciliativa del trasferimento economico.

Si registra infine un ritardo significativo sul piano della condivisione dei carichi di cura. Poiché alcune misure, come il “Bonus mamme”, rischiano di cristallizzare ulteriormente una distribuzione asimmetrica delle responsabilità familiari, ancora prevalentemente gravanti sulla componente

¹⁰⁵ P. Riva, “Natalità: la Legge di Bilancio 2026 è un’altra occasione persa”, in *Secondo Welfare*, 9 gennaio 2026.

¹⁰⁶ Nel Mezzogiorno, la copertura dei servizi per la prima infanzia si attesta intorno al 19% (0–2 anni), contro circa il 30–31,6% a livello nazionale e un obiettivo europeo minimo del 33% (45% entro il 2030). In regioni come Campania (11,7%), Sicilia (13%) e Calabria (14,6%), il divario risulta ancora più marcato, limitando l’efficacia delle politiche di conciliazione. Fonte: Istat, “Asili nido e servizi educativi per la prima infanzia. Anno educativo 2022/2023”, Roma, 2024.

femminile. L'assenza di un rafforzamento incisivo dei congedi di paternità, tutt'ora limitati e non adeguatamente incentivati, contribuisce a perpetuare tale squilibrio, costituendo uno dei principali disincentivi, sia all'occupazione femminile, sia alla fecondità.

In questa prospettiva, le politiche familiari rappresentano l'azione più razionale per intervenire alla radice del declino demografico. Tuttavia, la natalità nelle società mature non può essere forzata per decreto né incentivata esclusivamente tramite erogazioni monetarie occasionali. Pertanto, affinché l'Italia possa superare la trappola della denatalità, l'azione istituzionale deve evolvere da un approccio redistributivo frammentato alla costruzione di un *policy package* olistico e strutturale. Solo l'integrazione di servizi educativi universali, garanzie occupazionali per i giovani, un accesso al credito abitativo ed un radicale riequilibrio dei ruoli di genere potrà trasformare la genitorialità da una scelta rischiosa da un punto di vista sociale ed economico ad un progetto sostenibile, ponendo le basi per il necessario riequilibrio tra generazioni del Paese.

3.3 Verso un nuovo equilibrio intergenerazionale: integrazione delle politiche economiche e gestione del rischio demografico

L'analisi fin qui condotta, avverte che è giunto il momento di smetterla di subire passivamente l'irreversibile mutamento demografico e riprogettare l'intera architettura istituzionale e finanziaria del Paese.

Il fenomeno in atto si è ormai affermato quale nuovo principio ordinatore della nostra società e, governare la complessità dei problemi dallo stesso innescati, richiede l'abbandono delle logiche emergenziali a favore di un rinnovato ed inedito patto sociale tra generazioni. Tale patto si rende essenziale per sanare la profonda asimmetria venutasi a creare tra le fasce più anziane, lavorativamente quiescenti, e quelle più giovani e attive; peraltro, le prime dotate di una ricchezza che abbiamo visto essere nettamente concentrata, le seconde intrappolate, invece, in quella che la letteratura sociologica definisce "sindrome del ritardo". Come abbiamo visto in precedenza, quest'ultima condizione, esacerbata dalla precarietà lavorativa, ostacola la transizione allo stato adulto e deprime inesorabilmente la natalità. Il nuovo patto esige, perciò, un duplice e simultaneo movimento. Da un lato, è imperativo investire in modo strutturale ed olistico sulle nuove generazioni, attuando un *policy package* integrato che spezzi l'incertezza e consenta, così, di incentivare la creazione di una famiglia. Dall'altro, si impone l'abbandono del pregiudizio che relega i senior a mero onere assistenziale, per valorizzarli invece attraverso la *Silver Economy* rendendo profittevole la loro permanenza lavorativa. Mantenere la popolazione matura integrata e produttiva risponderebbe a un imperativo di dignità e a validare una vera e propria infrastruttura sociale a beneficio dell'intera comunità, capace di generare consumi stabili e di sostenere le reti di welfare informale.

A questa complessa ricomposizione sociale si intreccia, indissolubilmente, la profonda metamorfosi dei mercati finanziari, i quali si trovano oggi ad assorbire e a riflettere le nuove dinamiche della struttura per età. Tant'è che l'allungamento della vita media ha radicalmente alterato il paradigma stesso del risparmio delineato dalla tradizionale *Teoria del Ciclo di Vita*, dal momento che l'accumulazione non risponde più alla sola esigenza di finanziare una breve fase post-lavorativa, ma muta la sua intima funzione. Essa si trasforma in un vero e proprio scudo precauzionale di lungo termine, una copertura contro un rischio di longevità sempre più rilevante e contro l'incertezza dei futuri bisogni sanitari ed assistenziali.

Sul piano macroeconomico, questa necessaria propensione al risparmio genera un'eccedenza strutturale di fondi e una conseguente abbondanza di capitali che, unita alla contrazione della forza lavoro che deprime le opportunità e la domanda di investimenti produttivi da parte delle imprese, esercita una pressione inesorabile e costante al ribasso sui rendimenti. Si determina perciò la caduta del tasso di interesse di equilibrio, andando a posare solide basi teoriche per la stagnazione secolare in atto costituendo, in tal modo, un assetto in cui il sistema economico fatica a generare una crescita sostenuta.

In tale scenario, la regolazione del mercato dei capitali assumerebbe una funzione nevralgica e di vera e propria politica industriale. Gli investitori istituzionali, come i fondi pensione e le assicurazioni, non si limiterebbero più a fornire una diversificazione del rischio previdenziale per il singolo risparmiatore ma, in perfetta coerenza con gli obiettivi europei della già citata *Capital Markets Union* (o *Savings and Investments Union*), essi diventerebbero l'elemento dirimente per mobilitare le ingenti eccedenze di risparmio privato veicolandole verso il finanziamento dell'economia reale. Solo in questo modo sarà possibile colmare il pericoloso divario tra la ricchezza improduttiva accumulata e le urgenti necessità di rilancio del Paese. In definitiva, solo dando vita a questa sinergica valorizzazione del capitale umano e finanziario sarà possibile trovare nuovi equilibri che possano garantire in una stabilità di lungo periodo.

Conclusioni

L'indagine condotta in questo lavoro ha confermato la tesi di fondo che vede la demografia rappresentare l'infrastruttura silenziosa che determina i destini economici e sociali di una nazione. Come suggerito dalla metafora di Alfred Sauvy, se assimiliamo alle lancette delle ore di un orologio il mutamento anagrafico, vediamo che queste hanno inesorabilmente compiuto il loro giro, dimostrando che l'*inverno demografico* in atto non è una semplice fluttuazione, o un fenomeno transitorio dettato da contingenze, ma una trasformazione epocale e strutturale.

Tornando alla metafora dell'orologio, l'Italia, analizzata in queste pagine come un vero e proprio laboratorio anticipatore, richiede oggi il superamento di una politica che non appare neanche basata sullo scorrere delle ore, ma addirittura dei secondi; una gestione miope e troppo spesso appiattita sulla ricerca del consenso immediato per assumere finalmente la funzione di governo del mutamento.

Il primo obiettivo di questo elaborato è stato quello di indagare come la rivoluzione anagrafica in atto si rifletta sui mercati finanziari, e come l'allungamento dell'aspettativa di vita e la persistente contrazione delle nascite, stiano imponendo un cambio radicale di paradigma.

In particolare, l'analisi ha dimostrato la necessità di una profonda rilettura della *Teoria del Ciclo di Vita* di Modigliani, dal momento che nelle odierne società longeve l'accumulazione di ricchezza non è più finalizzata al solo finanziamento di una breve fase post-lavorativa ma è intimamente mutata nella sua logica, divenendo un vitale strumento precauzionale di copertura contro i rischi legati all'aumento dell'età media di sopravvivenza.

Abbiamo visto come questa metamorfosi comportamentale abbia generato un'eccedenza strutturale di capitali che, scontrandosi con una base produttiva in contrazione, esercita una pressione al ribasso sui rendimenti reali. Pertanto, i mercati finanziari non essendo entità astratte, finiscono per riflettere fedelmente la struttura anagrafica della popolazione, incarnandone le aspettative e amplificandone le tensioni.

Da questa dinamica macroeconomica discende il vero nodo critico dell'analisi qui condotta, rinvenibile nel riequilibrio intergenerazionale inteso come problema di stabilità sistemica. La demografia, agendo come una fonte autonoma di rischio, ha innescato una profonda frattura che vede, da una parte le generazioni più mature che detengono la quasi totalità della ricchezza e dall'altra, le coorti giovanili, sempre più esigue e precarizzate, chiamate a farsi carico della produzione e della tenuta di un sistema di welfare divenuto estremamente rigido ed oneroso. È emerso dunque chiaramente come questo disallineamento comprometta il tradizionale equilibrio tra accumulazione e sostenibilità.

Comprendere questo legame ha imposto la necessità di interrogarsi sulla sostenibilità di lungo periodo del nostro modello di crescita e di delineare le future strategie di regolazione basate su un approccio integrato tra il fronte finanziario e quello previdenziale. Occorre potenziare i mercati dei capitali e la previdenza complementare per canalizzare l'eccesso del risparmio verso l'economia reale e contemporaneamente, sul fronte del mercato del lavoro, è imperativo adottare strategie di *Age Management* per valorizzare la *Silver Economy* e mantenere attivi i lavoratori maturi. Simmetricamente, risulta vitale implementare un *policy package* strutturale per i giovani atto a rimuovere le incertezze economiche che oggi paralizzano le loro scelte familiari e riproduttive.

In conclusione, l'obiettivo ultimo di questo lavoro è rivolto a dimostrare la necessità ineludibile di riprogettare l'intera architettura istituzionale e finanziaria del Paese. Il traguardo della longevità rappresenta una straordinaria conquista biologica, ma rischia di tradursi in un inarrestabile declino economico o in quello che il Fondo Monetario Internazionale ha definito un *demographic drag* (una zavorra demografia). Occorre quindi stipulare un inedito patto sociale tra generazioni che interiorizzi organicamente la variabile demografica nelle scelte politiche ed economiche. Solo così sarà possibile compiere un radicale salto di paradigma, trasformando l'invecchiamento da vincolo sistemico a leva strategica essenziale e forgiando un nuovo modello di sviluppo concretamente equo, stabile e sostenibile.

Bibliografia

- Acciari, P., Alvaredo, F., Morelli, S.
“The Concentration of Personal Wealth in Italy 1995-2016”, in *Journal of the European Economic Association*, vol. 22, 10 gennaio 2024.
- Acemoglu, D. Restrepo, P.
“Demographics and Automation”, in *Review of Economic Studies*, 2021.
- Ajzen, I.
“The Theory of Planned Behavior”, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 50, n. 2, 1991.
- Alfonso, S.
“Oltre l’inverno: trasformare il declino demografico in opportunità di crescita” in Deloitte Italia, 2 aprile 2026.
- Balbo, L.
“La doppia presenza”, in *Inchiesta*, n. 32, marzo-aprile 1978.
- Baldini, M., Onofri, P.
“Transizione demografica e mercati finanziari”, in *Politica Economica*, n. 2, agosto 2001.
- Barany, Z., Coeurdacier, N., Guibaud, S.
“Capital Flows in an Aging World”, in *Journal of International Economics*, vol. 140, 2023.
- Barbagli, M., Castiglioni, M., Dalla Zuanna, G.
Fare famiglia in Italia. Un secolo di cambiamenti, Bologna, Il Mulino, 2003.
- Berghammer, C., Beaujouan, E.
“The Gap between Lifetime Fertility Intentions and Completed Fertility in Europe and the United States”, in *Population Research and Policy Review*, vol. 38, n. 4, 2019.
- Billari, F. C.
L’analisi delle biografie e la transizione allo stato adulto, Padova, Cleup, 2000.
- Blossfeld, H. P., Drobnič, S. (a cura di)
Careers of Couples in Contemporary Society, Oxford, Oxford University Press, 2001.
- Brugiavini, A., Weber, G.
“Dinamiche demografiche e politiche pubbliche”, in *Capitolo 7*, Università Ca’ Foscari Venezia, Università di Padova, s.d..
- Budig, M.J., England, P.
“The Wage Penalty for Motherhood” in *American Sociological Review*, vol. 66, n. 2, 2001.
- Caffaratti, R.
“Come il global aging può generare crescita economica e ritorni per gli investitori”, in Online SIM Blog, 25 giugno 2025.
- Campbell, J.Y., Viceira, L.M.
Strategic Asset Allocation, Oxford, Oxford University Press, 2002.
- Cannari, L., D’Alessio, G.
“Household Wealth in Italy”, in *Banca D’Italia. Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, 2018.
- Capriglione, F., Andenæs, M., Lemma, V.
“Demographic Dynamics and Economic Law in the Light of Recent Geopolitical Trends”, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 14, n. 1, 2025.
- Carroll, C.D.
“Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis”, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n. 1, 1997.

- Caselli, G.
 “Mortality, Epidemiological and Health Transitions”, in Wright, J.D. (a cura di), *International Encyclopedia of the Social & Behavioural Sciences*, 2nd ed., Amsterdam, Elsevier, 2015.
- Coale, A. J.
 “The Demographic Transition Reconsidered”, in *International Population Conference*, vol. I, Liege: IUSSP, 1973.
- Cocco, J.F., Gomes, F.J., Maenhout, P.J.
 “Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle”, in *Review of Financial Studies*, vol. 18, n. 2, 2005.
- Comolli, C.L., Bianchino, A., Carucci, A.M.M.
 “Low fertility in Context: The Case of Italy”, in *Rivista Italiana di Economia Demografia e Statistica*, vol. LXXIX, n. 1, 2025.
- Curcio, D., Di Giorgio, G., Zito, G.
 “Scenari demografici, risparmio e sistema finanziario italiano”, in *Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano*, in *Economia Italiana*, n. 3, 2022.
- De Arcangelis, M. et al., “Demografia e sostenibilità del sistema pensionistico”, in *Rivista di Politica Economica*, 2021.
- De Luca, M.N.
 “Dramma natalità, nel 2025 nuovi minimi per le nascite in Italia”, *La Repubblica*. 1° aprile 2026, disponibile online: https://www.repubblica.it/cronaca/2026/04/01/news/istat_dramma_natalita_dati_italia_2025-425256532/
- Del Negro, M. et al.
 “Global trends in interest rates”, in *Journal of International Economics*, vol. 118, maggio 2019.
- Economia Italiana, n. 3/2022
Le implicazioni del cambiamento demografico sul sistema economico e finanziario italiano, Roma, Editrice Minerva Bancaria, 2022, disponibile online: https://economyitaliana.org/wp-content/uploads/EI_2022_3_06_S_-Curcio_et_al_D.pdf
- Engelhardt, H., Prskawetz, A.
 “On the Changing Correlation between Fertility and Female Employment over Space and Time”, in *European Journal of Population*, vol. 20, n. 1, 2004.
- Fili, V.
Longevità vs sostenibilità. Prove di resistenza, Bergamo, ADAPT University Press, 2022.
- Forbes, M., Barker, A., Turner, S.
The Effects of Education and Health on Wages and Productivity. Productivity Commission Staff Working Paper, Melbourne, Productivity Commission, marzo 2010.
- Friedrich, C., Bujard, M.
Intended, Ideal and Actual Fertility in 11 European Countries. Evidence on Fertility Gaps in Different Age Groups from the Generations and Gender Survey, Wiesbaden, Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung (Federal Institute for Population Research, BiB), 2025.
- Goldman Sachs
The Path to 2075–The positive story of global aging, 27 maggio 2025.
- Golini, A., Lo Prete, M. V.
 Italiani poca gente. Il Paese ai tempi del malessere demografico, Roma, LUISS University Press, 2019.
- Hansen, A. H.
 “Economic Progress and Declining Population Growth”, in *The American Economic Review*, vol. 29, n. 1, 1939.

- Inglehart, R.
Modernization and Postmodernization. Cultural, Economic and Political Change in 43 Societies, Princeton, Princeton University Press, 1997.
- Kirk, D.
 “Demographic Transition Theory”, in *Population Studies*, vol. 50, 1996.
- Kohler, H. P., Billari, F. C., Ortega, J. A.
 “The Emergence of Lowest-Low Fertility in Europe During the 1990s”, in *Population and Development Review*, vol. 28, n. 4, 2002.
- Lebano, A., Jamieson, L.
 “Postponement Narratives”, in *Population and Development Review*, vol. 46, n. 1, 2020.
- Lesthaeghe, R.
 “The Second Demographic Transition, 1986–2020: Sub-Replacement Fertility and Rising Cohabitation”, in *Genus*, vol. 76, 2020.
- Lesthaeghe, R., van de Kaa, D.J.
 “Twee Demografische Transitie’s?”, in D.J. van de Kaa, R. Lesthaeghe (a cura di), *Bevolking: Groei en Krimp*, Deventer, Van Loghum Slaterus, 1986.
- Lucifora, C.
 “La Silver economy fra consumi e salute”, in *Vita e Pensiero*, n. 3, 2024.
- Lucifora, C., Cottini, E., Di Natale, N., Maccarini, M., Piotti, M.
La Silver Economy in Italia. Policy Brief, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, Progetto Age-It, 2025.
- Luppi, F.
 “Le ragioni della bassa fecondità italiana”, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021.
- Lutz, W., Skirbekk, V.
 “Policies Addressing the Tempo Effect in Low-Fertility Countries”, in *Population and Development Review*, vol. 31, n. 4, 2006.
- Lutz, W., Skirbekk, V., Testa, M.R.
 “The Low Fertility Trap Hypothesis: Forces that May Lead to Further Postponement and Fewer Births in Europe”, in *Vienna Yearbook of Population Research*, 2006.
- Manzocchi, S., Testa, M. R.
 “Introduzione”, in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società*, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021.
- Modigliani, F.
 “The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital”, in *Social Research*, vol. 33, n. 2, 1966.
- Modigliani, F., Brumberg, R.
 “Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data”, in K.K. Kurihara (a cura di), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, Rutgers University Press, 1954.
- Papetti, A.
 “L’invecchiamento globale e la permanenza di tre tendenze secolari”, in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società*, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021.
- Papetti, A.
 “Population Aging, relative prices and capital flows across the globe” in *Banca D’Italia. Temi di Discussione (Working Papers)*, n. 1333, aprile 2021.
- Riva, P.
 “Sostegno a famiglie e natalità: cosa prevede la Legge di Bilancio” in *Secondo Welfare*, 22 gennaio 2025.
- Riva, P.
 “Natalità: la Legge di Bilancio 2026 è un’altra occasione persa” in *Secondo Welfare*, 9 gennaio 2026.

Rodà, M., Sica, F. G. M.

“L’economia della terza età: consumi, ricchezza e opportunità nella società che invecchia”, in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società*, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021.

Rosina, A.

“Crisi demografica: quali politiche familiari e per le nuove generazioni?”, in *La deriva demografica. Popolazione, economia, società*, in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021.

Sablik, T.

“Jargon Alert Life Cycle Hypothesis”, *Econ Focus*, Federal Reserve Bank of Richmond, Third/Fourth Quarter 2016, disponibile online: https://www.richmondfed.org/-/media/RichmondFedOrg/publications/research/econ_focus/2016/q3-4/full_issue.pdf

Santilli, C.

“Previdenza complementare, per la maggioranza degli italiani resta un tabù” *FocusRisparmio*, 12 gennaio 2026, disponibile online: <https://www.focusrisparmio.com/news/previdenza-complementare-italiani-moneyfarm>

Saraceno, C.

“Sempre meno figli: l’Istat fotografa un Paese che ha tradito le famiglie”, *La Stampa*, 1° aprile 2026, disponibile online: https://www.lastampa.it/cronaca/2026/04/01/news/sempre_meno_figli_l_istat_fotografa_un_paese_che_ha_tradito_le_famiglie-15567224/

Sobotka, T., Matysiak, A., Brzozowska, Z.

“Policy Responses to Low Fertility: How Effective Are They?”, in *UNFPA Working Paper*, n. 1, maggio 2019; cfr. anche OECD, *Doing Better for Families*, Paris, OECD Publishing, 2011.

Sobotka, T. et al.

“Global Fertility Decline and Future Prospects”, in *Nature Human Behaviour*, 2022.

Testa, M.R.

“La bassa fecondità non è destino” in *Rivista di Politica Economica*, n. 2, 2021.

Testa, M.R., Basten, S.

“Certainty of Meeting Fertility Intentions Declines in Europe During the ‘Great Recession’”, in *Demographic Research*, vol. 31, n. 23, 2014.

Vella, F.

“I fondi pensione tra welfare e mercato unico dei capitali”, *Lavoce.info*, 15 dicembre 2025, disponibile online: <https://lavoce.info/archives/109795/i-fondi-pensione-tra-welfare-e-mercato-unico-dei-capitali/>

Vignoli, D. ed al.

“A Reflection on Economic Uncertainty and Fertility in Europe: The Narrative Framework”, in *Genus*, vol. 76, art. 28, 2020.

Sitografia

Assogestioni, Osservatorio sul risparmio gestito

<https://www.assogestioni.it/>

Banca d'Italia

La ricchezza dei settori istituzionali in Italia, 2005-2024, 28 gennaio 2026, disponibile online: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/ricchezza-settori-istituzionali/2026-ricchezza-settori-istituzionali/index.html>,

Banca d'Italia

Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti, 20 luglio 2023, disponibile online: [statistiche_AFA_20072023.pdf](#)

Generation and Gender Program (GGP), *Generations and Gender Survey – Wave 2 (GGS-II): Austria, Croatia, Czech Republic, Denmark, Estonia, Finland, Germany, Moldova, Netherlands, Norway and United Kingdom, The Hague, Netherlands Interdisciplinary Demographic Institute (NIDI)*, 2025, disponibile online: <https://www.ggp-i.org/data/generations-and-gender-survey/ggs-round-2/>

Happy Ageing

La silver economy come motore delle città che invecchiano, 1° ottobre 2025, disponibile online: <https://www.happyageing.it/la-silver-economy-come-motore-delle-citta-che-invecchiano/>

ISTAT

Previsioni della popolazione residente e delle famiglie, disponibile online: <https://www.istat.it/comunicato-stampa/previsioni-della-popolazione-residente-e-delle-famiglie-base-112022/>

ISTAT

Rapporto annuale 2025. La situazione del Paese, disponibile online: <https://www.istat.it/produzione-editoriale/rapporto-annuale-2025-la-situazione-del-paese-il-volume/>

ISTAT

Asili nido e servizi educativi per la prima infanzia. Anno educativo 2022/2023, disponibile online: <https://www.istat.it/produzione-editoriale/report-sui-servizi-educativi-per-linfanzia-in-italia-anno-2023-2024/>

Itinerari Previdenziali

Pensioni, Sistema sostenibile ma attenzione alla demografia (Tredicesimo Rapporto), 14 gennaio 2026, disponibile online: <https://www.itinerariprevidenziali.it/il-punto/pensioni-sistema-sostenibile-tredicesimo-rapporto/>

Ministero dell'Economia e delle Finanze

Principali misure della legge di bilancio 2026, 30 dicembre 2025, disponibile online: <https://www.mef.gov.it/focus/Principali-misure-della-legge-di-bilancio-2026/>

Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ragioneria Generale dello Stato (RGS)

Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario. Rapporto n. 26/2025, disponibile online: https://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Spesa-soci/Attivita_di_previsione_RGS/2025/nda/Rapporto-2025-n26-NdA.pdf

OECD

“Cities for All Ages”, OECD Urban Studies, 2025, disponibile online: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/03/cities-for-all-ages_27894d77/f0c8fefa-en.pdf

OECD

“Health at a Glance 2025”, sezione *Informal carers*, 13 novembre 2025, disponibile online: https://www.oecd.org/en/publications/health-at-a-glance-2025_8f9e3f98-en/full-report/informal-carers_6f243c4d.html#indicator-d1e21227-1fedb872a2

OECD

“Health at a Glance 2025”, sezione *Life expectancy and healthy life expectancy at older ages*, disponibile online: https://www.oecd.org/en/publications/2025/11/health-at-a-glance-2025_a894f72e/full-report/life-expectancy-and-healthy-life-expectancy-at-older-ages_599cf359.html

OECD

“Life Expectancy at 65”, database disponibile online: <https://www.oecd.org/en/data/indicators/life-expectancy-at-65.html>

OECD

“Pension Markets in Focus 2025”, disponibile online: https://www.oecd.org/en/publications/pension-markets-in-focus-2025_b095d0a0-en.html

OECD

“Pensions at a Glance 2025”, OECD and G20 Indicators, disponibile online: https://www.oecd.org/en/publications/pensions-at-a-glance-2025_e40274c1-en.html

OECD

Doing Better for Families, Paris, OECD Publishing, 27 aprile 2011, disponibile online: https://www.oecd.org/en/publications/doing-better-for-families_9789264098732-en.html

Population Pyramid, database disponibile online: <https://www.populationpyramid.net/>

Rivista Impresa Sociale, Mobilitazioni politiche tra welfare pubblico e lavoro sociale, disponibile online: <https://www.rivistaimpresasociale.it/rivista/articolo/mobilitazioni-politiche-tra-welfare-pubblico-e-lavoro-sociale>

Ufficio Stampa FISAPI

“Pensioni in bilico: la crisi demografica spinge verso una nuova strategia welfare”, *Federprofessioni*, 24 settembre 2025, disponibile online: <https://www.federprofessioni.it/2025/09/24/pensioni-in-bilico-la-crisi-demografica-spinge-verso-una-nuova-strategia-welfare/>

United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, *World Population Prospects 2019*, New York, United Nations, 2019, disponibile online: <https://www.un.org/development/desa/pd/news/world-population-prospects-2019-0>

World Bank Group

“Golden Aging: Prospects for Healthy, Active, and Prosperous Aging in Europe and Central Asia”, disponibile online: <https://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/golden-aging>