(Traduzione a cura del CeRP – Center for Research on Pensions and Welfare Policies;)

È ora di crescere[1]

I sistemi previdenziali dei paesi sviluppati non funzionano correttamente. Secondo Paul Wallace, è necessaria una revisione radicale.

Immaginate un mondo in cui non avete veri diritti di proprietà sulle vostre più importanti attività finanziarie, che probabilmente valgono più della vostra casa; un mondo in cui non esiste un legame diretto tra il valore di quelle attività e ciò che vi avete investito; e dove quelle attività ed il loro rendimento vi sono spesso stati assegnati in modo arbitrario ed iniquo.

Per pensare a tutto ciò non è in realtà necessaria molta immaginazione: il peculiare mondo delle pensioni è infatti tutto intorno a noi. Per citare un esempio, in America il valore dei pagamenti futuri di una pensione pubblica per un nucleo familiare tipo, in cui il padre di famiglia è un uomo di 65 anni, è di $180.000; ma il relativo diritto non può essere legalmente rivendicato, come ha chiarito una sentenza della Corte Suprema nel 1960. Non che le generazioni di pensionati del dopoguerra nel mondo sviluppato si siano preoccupate molto di tali sottigliezze legali. Dopo tutto, la maggior parte di loro ha beneficiato di enormi rendimenti sulle proprie contribuzioni, ricevendo in benefici molto di più di ciò che sarebbe stato loro dovuto.

Un modo di immaginare le pensioni pubbliche è quello di pensare ad una forma di assicurazione per la quale sono pagati i premi mentre si lavora, contro il prevedibile rischio di un periodo, più avanti nella vita, in cui il reddito lavorativo non sarà più conseguito. In tale sistema assicurativo ci si aspetterebbe che i contributi versati , con gli interessi corrispondenti, siano convertiti in benefici pensionistici per mezzo di una soluzione di equità attuariale. Al momento del pensionamento, la pensione dovrebbe riflettere i contributi versati, più gli interessi, e la lunghezza del tempo che ci si aspetta di trascorrere in pensione, salvo che una piccola parte di tale ammontare dovrebbe essere dedotta per garantire un reddito minimo a coloro che, a causa di malattie o altre avversità, non hanno potuto versare contributi sufficienti.

Di nuovo, la realtà degli schemi pensionistici non supera tale prova. I sistemi pensionistici pubblici non raggiungono un ragionevole bilanciamento tra equità attuariale e protezione contro la povertà durante la vecchiaia. La funzione che principalmente svolgono è di redistribuire reddito dai giovani (che a volte sono poveri) agli anziani (che a volte sono ricchi), spesso in un modo iniquo.

Né gli schemi pensionistici aziendali forniti dai datori di lavoro offrono soluzioni molto migliori. Gli schemi basati sull'ultima retribuzione, che sono tra le forme più comuni di pensione privata, sono spesso iniqui dal punto di vista attuariale tanto quanto quelli delle pensioni pubbliche. Coloro che terminano la carriera lavorativa relativamente presto ci perdono, mentre altri, come i dirigenti e i lavoratori con una lunga carriera alle spalle, ci guadagnano in maniera sproporzionata.

Sistemi pensionistici che funzionano in modo così capriccioso già hanno poco senso nei migliore dei periodi, e ancora meno in un mondo che sta invecchiando. Gli schemi demografici delle

[1] **© The Economist Newspaper, London, 2002**

popolazioni occidentali e nipponiche non sono più piramidali come in passato, con una solida base di persone giovani e pochi pensionati alla sommità. Al contrario, la parte superiore sta diventando preponderante, con molte più persone anziane sia nella forza lavoro sia in pensione. Schemi pensionistici mal strutturati accentuano gli effetti dell'invecchiamento della popolazione creando incentivi per anticipare sempre più il pensionamento. Le promesse insostenibili dei sistemi previdenziali pubblici minacciano la solvibilità finanziaria di molti paesi dell'Unione Europea.

Alcuni addirittura considerano le pensioni come un problema di sicurezza nazionale, perché a loro parere esse sono strutturate in modo tale da impiegare una parte tanto alta del bilancio pubblico da togliere fondi per la difesa. Richard Parson, il co-presidente della commissione presidenziale per la riforma delle pensioni in America, lo scorso novembre ha sottolineato che il suo paese era stato in grado di dare una risposta efficace agli attacchi dell'11 settembre perché poteva permettersi un arsenale militare grazie al suo bilancio solido. Ma, egli ha aggiunto, "tra 30 anni, se non si fa qualcosa per risanare il sistema di previdenza sociale, non avremo un bilancio solido." Paul Hewitt, analista del Centre for Strategic and International Studies di Washington, DC, ha dichiarato che "il sistema pensionistico statunitense è una passività strategica".

Le pensioni statali furono istituite quando la vecchiaia coincideva con la povertà per la maggior parte delle persone, cui esse offrivano soluzioni paternalistiche e collettive nella forma del sistema previdenziale a ripartizione. Tali sistemi tassano il reddito dei lavoratori e lo trasferiscono ai pensionati. Si fondano su di un implicito ma non impugnabile contratto tra le generazioni: le pensioni future di coloro che lavorano oggi dipendono dalle future generazioni di lavoratori. Le pensioni sono pagate con formule a beneficio definito (defined benefit, DB), il che significa che non sono espressamente legate a quello che i lavoratori hanno pagato con i loro contributi. Invece, i lavoratori ricevono uno specifico livello di reddito, che fa di solito riferimento al salario medio.

Le pensioni aziendali, al contrario della ripartizione pubblica, sono sostenute da fondi o attività finanziarie. Laddove ad esse corrispondono prestazioni definite, come negli schemi basati sull'ultima retribuzione, anche queste sono essenzialmente paternalistiche. I salariati ricevono pensioni che sostituiscono il loro reddito da lavoro finale, il cui ammontare riflette il tempo passato al servizio dell'impresa. L'impresa si accolla il rischio che il rendimento degli investimenti sia inferiore a quello atteso o che i suoi pensionati possano vivere più a lungo di quanto previsto.

Indipendentemente dai vantaggi che hanno fornito nel passato, sia lo schema a ripartizione sia quello dell'ultima retribuzione sono inappropriati per fronteggiare l'attuale invecchiamento delle popolazioni dell'Occidente e del Giappone. Le pensioni devono crescere, e ciò richiede radicali riforme nella loro struttura. (cfr. riquadro).

La forma di ciò che verrà

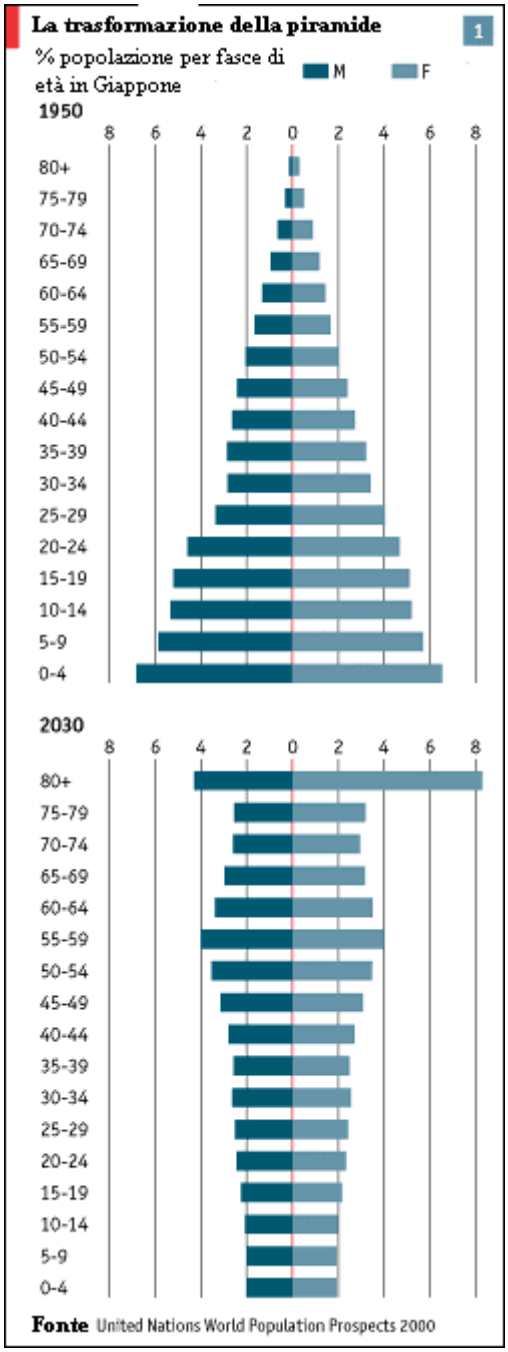
I Governi e le aziende lo riconoscono, e per questo hanno intrapreso varie riforme. Per iniziare, la maggior parte dei paesi sta spostando gli schemi pensionistici dalla ripartizione alla capitalizzazione, assicurando così che una più grande quota delle pensioni sia pagata da risparmi investiti in attività finanziarie. Tali investimenti possono essere accumulati o in riserve pubbliche o in conti pensionistici individuali privati.

Inoltre, le formule pensionistiche a beneficio definito stanno cedendo il posto ai modelli che legano i benefici ai contributi. Con la contribuzione definita (defined contribution, DC), la relazione tra ciò che le persone hanno versato e ciò che viene corrisposto è resa esplicita. Non viene promesso alcun livello particolare di benefici. Gli individui stessi devono provvedere ad accumulare abbastanza investimenti per garantirsi un livello di reddito adeguato per l'età della pensione. Assieme a questa responsabilità vengono i diritti di proprietà sulle pensioni.

Tali riforme stanno trasformando i sistemi sia pubblici sia privati, con le loro origini paternalistiche e legate al Welfare State, in schemi che responsabilizzano gli individui sulla loro pensione futura. Dovrebbe essere un cambiamento per il meglio. Permettere agli individui di programmare la loro pensione dà loro la possibilità di scegliere il giusto equilibrio tra ciò che viene risparmiato mentre lavorano e la ricchezza che viene utilizzata durante il pensionamento. Ma significa anche che molte più persone fronteggeranno nuovi rischi, in particolare il rischio d'investimento, che il mercato al ribasso degli ultimi due anni ha messo in luce.

Anche in questo è necessario crescere. Il lungo periodo di mercato al rialzo degli anni 1980 e 1990 ha convinto molta gente che la ricchezza pensionistica possa essere costituita con pochi sacrifici. Non è così: in realtà è necessario molto duro risparmio. Promettenti mercati finanziari, inoltre, hanno diffuso l'idea che il passaggio da un sistema a ripartizione ad uno a capitalizzazione sarebbe stato facile. Di nuovo non è così: questo passaggio causa perdite reali alle persone. Una delle ragioni principali per la riforma è adesso quella di spingere le giovani generazioni ad iniziare a costruire canali di finanziamento alternativi.

Ma malgrado questi avvertimenti, questo rapporto sosterrà che affrontare i costi derivanti dal passaggio ad un sistema diverso ed accollarsi i nuovi generi di rischi è meno pericoloso che continuare come prima. Il sistema pensionistico tradizionale ha principalmente due difetti: lega le pensioni pubbliche alle decisioni dei politici futuri (e dell'elettorato che li vota), e crea incentivi che favoriscono il pensionamento anticipato e scoraggiano la mobilità professionale. Le riforme possono essere dolorose, ma sono l'unico modo di uscire dalla trappola pensionistica in cui molti paesi occidentali si trovano oggi.



P come perfetto[2]

Una guida per i progettisti delle pensioni

L'architettura dei sistemi pensionistici è importante. I riformatori devono considerare tutti i seguenti elementi:

L'ente erogante. In linea di principio può essere lo Stato o il settore privato, ma generalmente sono presenti entrambi, formando quelli che talvolta sono chiamati primo e secondo pilastro.

[2] **© The Economist Newspaper, London, 2002**

L'estensione della competenza del privato varia in maniera notevole. Nei paesi dell'Europa continentale il pilastro pubblico sostiene la maggior parte del carico, mentre in America e nel Regno Unito il pilastro privato ricopre il ruolo principale. In America Latina, la previdenza privata si è molto sviluppata.

Scelta. La partecipazione ad un piano pensionistico può essere obbligatoria o volontaria. I sistemi pubblici sono generalmente obbligatori, ma possono avere una componente volontaria, così come è stato proposto per il sistema della *Social Security* (previdenza sociale) statunitense. I Governi possono anche obbligare i cittadini ad avere conti previdenziali privati, come fanno in Australia e Svezia. Molti paesi incoraggiano piani privati volontari, spesso descritti come il terzo pilastro del sistema pensionistico.

Funzione. Un sistema pensionistico ha due obiettivi principali: eliminare la povertà nell'età anziana, il che è una forma di redistribuzione del reddito; ed assicurarsi che la maggior parte dei pensionati possa provvedere a se stessa durante il pensionamento. Lo stato ha un interesse in entrambi. Vorrà conseguire il primo da sé ed assicurarsi che il secondo sia raggiunto. Laddove il settore privato è responsabile per il secondo obiettivo, il governo vorrà assicurarsi l'adeguatezza della copertura.

Struttura. Esistono due tipi principali di pensioni. Gli schemi a beneficio definito (*Defined benefit* o DB) promettono ai membri una quota predefinita del loro reddito da lavoro durante il pensionamento. I piani a contributo definito (*Defined contribution* o DC) pagano come pensioni ciò i membri che hanno contribuito, più il rendimento dell'investimento.

Finanziamento. La maggior parte dei paesi si affidano prevalentemente al sistema pensionistico pubblico a ripartizione. Con la ripartizione le pensioni di oggi sono pagate dai contributi corrisposti dai lavoratori di oggi, che a loro volta sperano che le loro pensioni saranno pagate dai lavoratori di domani. La principale alternativa è che i lavoratori risparmino per accumulare la propria ricchezza previdenziale. Il ruolo che giocano le pensioni pubbliche nell'alleviare la povertà durante l'età anziana è finanziato al meglio dalla fiscalità generale.

Capitalizzazione interna ed esterna. Le attività accumulate per sostenere la spesa pensionistica possono essere detenute internamente oppure in un fondo che investe esternamente. Per le pensioni pubbliche che sono parzialmente capitalizzate, ciò che importa è l'effetto globale sul debito pubblico netto. Per le pensioni private, la differenza principale è tra i piani aziendali che sono finanziati internamente per mezzo di riserve contabili, ossia dal bilancio della società stessa, e l'accumulo in un fondo pensione separato che investe in attività finanziarie.

Storia. Questa è spesso la componente più importante di tutte. Nelle economie sviluppate, i decisori della politica economica non possono permettersi il lusso di iniziare dal nulla. Sono vincolati dai sistemi esistenti, soprattutto schemi a ripartizione che hanno pagato alle generazioni passate ed a quelle attuali molto più di quanto esse avevano versato. Questo genera un debito accumulato che riduce il rendimento futuro per i lavoratori di oggi.

Trappole ed inganni[3]

Il problema degli schemi piramidali

L'offerta di raddoppiare il proprio denaro in 90 giorni sembrava troppo bella per essere vera. Ma una volta che i primi sottoscrittori ebbero ricevuto l'ammontare promesso, sempre più speculatori fecero la coda a Boston per investire il loro denaro nella "Securities Exchange Company". Charles Ponzi aveva escogitato una truffa classica: esorbitanti pagamenti ai primi investitori erano facilmente finanziati dal numero crescente dei nuovi sottoscrittori. Ma non all'infinito. Quando la truffa fu scoperta nel 1920, Ponzi finì in carcere.

Quindici anni più tardi il Presidente americano di allora, Franklin Roosevelt, firmò la legge che istituiva la *Social Security*, il nome che l'America dà al suo sistema previdenziale pubblico. Il primo pensionato a beneficiarne fu Ida May Fuller, una zitella del Vermont, che aveva pagato la somma totale di $24,75 in contributi. Il suo primo assegno mensile corrisposto dalla previdenza sociale nel gennaio del 1940 fu di importo all'incirca equivalente. La signorina Fuller visse fino a 100 anni e ricevette pagamenti per un ammontare di $22.889.

Il sistema pensionistico che risultò così vantaggioso per la signorina Fuller segue pressappoco lo stesso schema della truffa di Ponzi. Lo schema previdenziale americano è del tipo a ripartizione, in cui i lavoratori di oggi pagano per i pensionati di oggi. Le prime generazioni di pensionati hanno ricevuto molto più di quanto da loro corrisposto in termini di contributi. Questi guadagni inaspettati sono durati fino ad un periodo piuttosto recente perché il sistema a ripartizione è stato esteso ad un numero crescente di lavoratori, e le aliquote contributive hanno continuato ad aumentare.

Paul Samuelson, vincitore del premio Nobel per l'economia, già nel 1967 evidenziò le caratteristiche simili a quelle dello schema di Ponzi insite nel sistema pensionistico a ripartizione. "Il fascino dell'assicurazione sociale risiede nell'inconsistenza attuariale. Chiunque raggiunga l'età del pensionamento beneficia di prestazioni che vanno ben al di là di quanto versato ... In una popolazione che sta crescendo ci sono sempre più giovani che anziani. Soprattutto, con redditi reali che crescono di circa il 3% l'anno, la base imponibile sulla quale i benefici riposano in ogni periodo è maggiore delle tasse che storicamente sono state pagate dalla generazione ora in pensione ... Una nazione che cresce genera il più grande gioco di Ponzi mai concepito".

Anch'io

Dopo la seconda guerra mondiale, i politici della maggior parte dei paesi sviluppati si unirono al gioco con entusiasmo. Negli anni '60 e '70, fecero diventare le pensioni pubbliche basate sul sistema a ripartizione sempre più incongrue, introducendo grandi aumenti nelle prestazioni. Ancora oggi gli schemi a ripartizione rimangono la forma principale di prestazioni pensionistiche in tutto il mondo. Sono in particolar modo importanti nell'UE, dove costituiscono quasi il 90% del reddito pensionistico. Anche nel Regno Unito, dove lo schema a ripartizione è molto meno generoso rispetto ai paesi dell'Europa continentale, esso determina il 60% del reddito pensionistico totale.

Eppure le fondamenta dei sistemi a ripartizione continuavano a venire indebolite. Come ha sottolineato Samuelson, il rendimento sottostante a questo tipo di pensioni proviene dalla crescita della forza lavoro e delle sue retribuzioni reali. Ma negli anni '70, al *baby boom* del dopoguerra

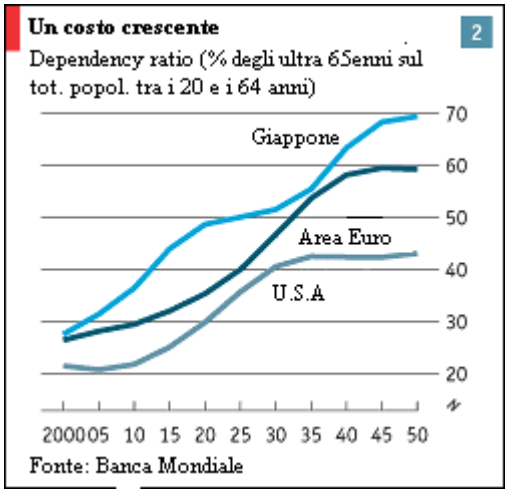
[3] **© The Economist Newspaper, London, 2002**

seguì una crisi dalla natalità che pose fine alla prospettiva di avere all'infinito "più giovani che anziani". Oltre a questo "gli anziani" vivevano più a lungo grazie ad un incremento senza precedenti della speranza di vita alle età avanzate. Allo stesso tempo l'impennata della produttività e quindi dei salari reali del dopoguerra lasciò il posto a tassi di crescita molto più contenuti.

Ciò che ha salvato gli schemi a ripartizione fino ad ora è il lungo periodo necessario agli sviluppi demografici per dispiegare il loro pieno effetto sul sistema. Gli schemi stanno ancora beneficiando del gran numero di *baby-boomers* del dopoguerra nella popolazione in età lavorativa, che non inizierà ad andare in pensione per ancora un decennio circa.

I problemi di oggi derivano in gran parte da aumenti troppo generosi delle pensioni, che hanno già portato al limite i tassi di contribuzione. Gli americani si preoccupano per un tasso di contribuzione alla previdenza sociale del 12,4%, ma i tedeschi devono sopportarne uno del 19,1%, e anche questo non permette l'autofinanziamento delle pensioni tedesche: senza un sussidio derivante dalla fiscalità generale l'aliquota di contribuzione dovrebbe essere del 25%. In Italia, il tasso di contribuzione ammonta ad uno sbalorditivo 33% della retribuzione.

Il peggio deve ancora venire (cfr. grafico 2). Nei prossimi 30 anni, le popolazioni occidentali invecchieranno ad una velocità sorprendente. Il rapporto tra gli ultrasessantacinquenni e coloro che hanno un'età compresa tra i 20 e i 64 anni raddoppierà. La popolazione giapponese in età di lavoro, che sta già diminuendo, decrescerà in maniera drastica. Qualcosa dovrà cedere. Le prestazioni dovranno essere dimezzate in proporzione del reddito medio; oppure i tassi di contribuzione - che sono già oppressivamente elevati in molti paesi - dovranno raddoppiare; o l'età del pensionamento dovrà aumentare.



L'esaurimento del credito

Se i Governi dovessero lasciare invariata la presente situazione, dovrebbero alla fine indebitarsi per colmare la differenza tra spesa pensionistica futura e reddito generato dalla tassazione. Standard & Poor's, un'agenzia di rating, ha recentemente fatto i conti e scoperto che alcuni paesi dell'UE, dove le pensioni sono particolarmente generose, potrebbero accumulare passività previdenziali dello stesso ammontare dei debiti di guerra. Entro il 2050, nove tra i 15 membri dell'UE avrebbero accumulato un debito lordo pari al 150-300% del PIL.

Molto prima di allora, questo accumulo di debito porterebbe ad un drastico peggioramento del *credit rating*. Già tra venti anni, la maggioranza degli attuali 15 membri dell'UE subirebbe

l'umiliazione di vedersi assegnare un rating di BBB, che è attualmente appannaggio di debitori come l'Egitto. Il credit rating del Giappone affonderebbe ancor di più, perché il suo debito - già ad un livello pari al 140% del PIL - raggiungerebbe quasi il 500% entro il 2050 (cfr. grafico 3). Secondo Moritz Kraemer, un analista del rating degli emittenti sovrani presso Standard & Poor's, "Un tale peggioramento del rating è inconcepibile".

Questi calcoli sottolineano semplicemente il bisogno di riforma. In presenza di una crescente resistenza nei confronti di ulteriori incrementi delle aliquote contributive, aspri tagli dei benefici appaiono inevitabili. Dato che sulle pensioni di un sistema a ripartizione non sono assegnati diritti di proprietà, il loro valore futuro sarà determinato dall'imprevedibile voto degli elettorati futuri, che avranno ragioni per dire che si è raggiunto il limite. "Il sistema a ripartizione è una rivendicazione politica, e ad un certo punto il carico sarà così elevato che i lavoratori useranno le urne per ridurlo", sostiene Sylvester Schieber, direttore della ricerca presso Watson Wyatt, una società di consulenza attuariale.

In Germania, i rendimenti reali sulle pensioni del sistema a ripartizione sono destinati a ridursi in maniera drastica, da circa il 3% per coloro che sono andati in pensione negli anni '90 ad un –1% verso il 2040, secondo i calcoli di Axel Börsch-Supan, uno specialista di pensioni dell'Università di Mannheim. Un rendimento negativo significa che il valore reale delle benefici corrisposti in futuro dopo il pensionamento sarà minore di quello di tutti i contributi versati. In America le prospettive sono meno sconfortanti, ma comunque il rendimento finirà per scendere all'1% se l'aliquota contributiva rimarrà la stessa. Tale scarsa redditività rende il già sovraccarico pilastro pubblico assai vulnerabile.

La maggior parte delle pensioni statali ed aziendali ha un altra imperfezione cruciale. Esse offrono un beneficio definito ad una data età di pensionamento che da tempo è stata resa obsoleta dallo sviluppo demografico. In tempi recenti la speranza di vita di un sessantenne è aumentata di un anno o due ogni decennio. Ciò è motivo di gaudio per i sessantenni ed aumenta il valore che per loro hanno le prestazioni pensionistiche a beneficio definito a partire da questa età. Ma rende anche quelle prestazioni più costose per l'erogatore.

Anche se in ritardo, i governi stanno cercando di correggere tali difetti dei loro schemi pensionistici. In America, per esempio, la normale età pensionabile, fissata a 65 anni nel 1935, è destinata ad aumentare a 67. Ma tale riforma, approvata nel 1983, inizierà ad avere i suoi effetti solo il prossimo anno e non sarà pienamente in vigore fino al 2027. Allo stesso tempo la speranza di vita di un sessantacinquenne maschio americano è aumentata di quasi due anni negli ultimi 20 anni, per cui i riformatori si ritrovano al punto di partenza.

Il paese che ha assistito al più straordinario incremento della speranza di vita degli anziani è stato il Giappone. Noriyuki Takayama, un economista della Hitotsubashi University di Tokyo, spiega: "Il punto chiave per le pensioni è lo schema a beneficio definito, non la ripartizione. In Giappone oggi i problemi derivano tutti dalle promesse degli schemi a beneficio definito che non possono essere mantenute".

Un ulteriore problema delle pensioni DB è che la presunta relazione tra la durata ed il livello dei contributi e la pensione finale è di solito tenue, indebolendo l'idea che tali contributi siano una forma di premio assicurativo; sono invece percepite come una tassa. Ne consegue che un numero crescente di persone cerca di sfuggire a quella che viene considerata come un'onerosa imposizione. "In Germania la gente sta votando con i piedi", dice Börsch-Supan. La proporzione di lavoratori autonomi che versa contributi discrezionali al sistema pensionistico è scesa dal 60% a metà degli

anni ’80 al 20% a metà degli anni ’90. In Giappone un terzo dei lavoratori autonomi non versa più contributi al sistema pensionistico di base.
I lavoratori dipendenti non hanno tale opzione, ma possono utilizzare altre vie d’uscita, in particolare l’invalidità o schemi speciali per la disoccupazione dei lavoratori anziani. In molti paesi europei questi forniscono, in realtà, un pensionamento anticipato.

Tutto ciò ha favorito la diffusione del pensionamento anticipato. Quello che conta non è l’età ufficiale per il pensionamento: l’età effettiva è spesso più bassa di circa cinque anni (cfr. grafico 4), il che rende gli schemi pensionistici pubblici ancor meno sostenibili. L’OCSE ha dato l’allarme dichiarando che un continuo esodo verso il prepensionamento sarà tanto dannoso per i futuri standard di vita quanto lo stesso invecchiamento della popolazione.

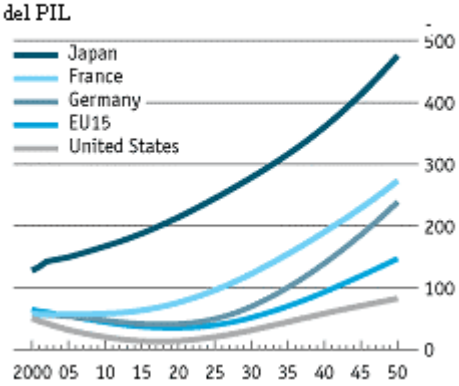
Una ragione importante per l’adozione degli schemi DB fu a suo tempo quella di lottare contro la povertà nell’età anziana e promuovere la redistribuzione del reddito. Ma i risultati spesso sono stati contrari alle buone intenzioni. Per esempio, le persone più povere muoiono in genere prima dei più abbienti, quindi possono beneficiare della pensione per periodi più brevi o non raggiungere mai l’età del pensionamento. Allo stesso modo, le coppie monoreddito in America, che tendono ad essere benestanti, godono di un immeritato beneficio pensionistico per il coniuge. “La previdenza sociale è un grande sistema di trasferimenti a favore della classe media, quindi è molto meno redistributiva di quanto i suoi sostenitori sostengono”, dice Olivia Mitchell, un membro della commissione sulla previdenza sociale che ha appena consegnato il proprio rapporto al Presidente Bush.

La redistribuzione che i sistemi pensionistici DB a ripartizione indubbiamente conseguono consiste nel trasferire denaro tra le generazioni, dai giovani agli anziani. Ma questo non è sempre un bene. Charles Horioka, un economista dell’Università di Osaka, dice che in Giappone, dove l’ammontare dei trasferimenti è particolarmente alto, “esiste un’enorme iniquità intergenerazionale poiché i contributi continuano ad aumentare mentre le prestazioni continuano a scendere: più tardi si è nati, peggiore sarà l’affare”. Maggiore è la percezione di iniquità sentita da parte dei giovani, maggiori sono le possibilità che il sistema si dimostri politicamente insostenibile.

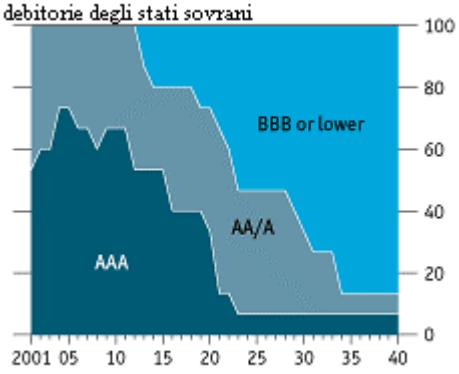
[…]

Il costo di non fare niente 3

Proiezione del debito pubblico lordo come % del PIL



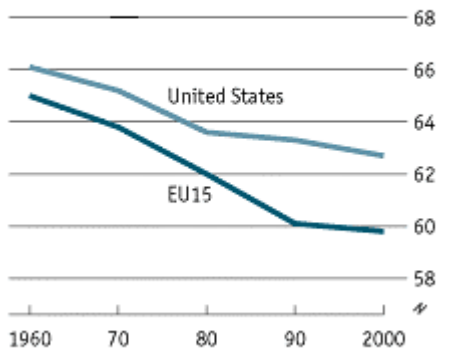
% del livello totale di posizione creditorie debitorie degli stati sovrani



Fonte: Standard & Poor's

Nella Direzione Sbagliata 4

Effettiva età di pensionamento



Fonte: Commissione Europea

Aspiranti Houdini[4]

Sfuggire alla trappola della ripartizione

Venti anni fa il Governo cileno intraprese un'azione coraggiosa per districarsi dal sistema pensionistico a ripartizione. Trasformò il sistema in uno a capitalizzazione nel quale i benefici pensionistici sono pagati dai risparmi e dagli interessi corrispondenti. La riforma cilena ha fornito da allora un modello, reso ancora più attraente dal boom dei mercati finanziari dell'ultimo ventennio, per le riforme in altri paesi dell'America Latina. Il tasso di rendimento lordo ottenuto dai fondi pensione cileni dalla loro istituzione alla fine del 2000 ha una media dell'11% tenuto conto dell'inflazione.

Al contrario, i rendimenti delle pensioni basate su schemi a ripartizione sono apparsi sempre meno attraenti negli ultimi anni. Ma confronti tra i rendimenti degli investimenti finanziari e dei sistemi a ripartizione devono tenere conto dei diversi tipi di rischio che li caratterizzano. Con il sistema a ripartizione il rischio principale è politico: i governi potrebbero decidere di rendere le prestazioni meno generose. Azioni ed obbligazioni, d'altra parte, sono caratterizzate dal rischio d'investimento. Un sistema a capitalizzazione è anche più costoso da amministrare. Quando tali fattori sono equamente considerati, i vantaggi della capitalizzazione rispetto alla ripartizione risultano meno rilevanti.

Il rischio di investimento è stato sempre più trascurato durante il lungo mercato in rialzo degli anni '90, ma la fine della bolla speculativa azionaria nel 2000 è stata un promemoria brutale. Durante gli ultimi due secoli i rendimenti reali annuali delle azioni statunitensi hanno avuto una media del 7%, ma le persone vanno in pensione una volta sola. Il loro problema è anzitutto che i mercati azionari sono volatili, ed in secondo luogo che questi mercati passano attraverso lunghi periodi di abbondanza e di carestia. Per esempio, negli anni '70 le azioni ebbero un basso rendimento sia in America sia nel Regno Unito, ma da allora i rendimenti sono stati eccezionalmente elevati. Al contrario, i rendimenti in Giappone furono eccellenti negli anni '70 e '80, ma dai primi anni '90 il mercato azionario ha dei problemi.

"Il problema è la persistenza dei rendimenti in entrambe le direzioni", dice Gary Burtless della Brookings Institution di Washington, DC, che ha calcolato i rendimenti e la volatilità degli investimenti azionari negli ultimi 75 anni in numerosi paesi. La sua ricerca mostra che anche in America, dove i rendimenti sono stati i più alti e penultimi per volatilità (dopo il Regno Unito) tra i paesi studiati, c'era una probabilità del 10% di non ottenere alcun rendimento dagli investimenti azionari detenuti per 15 anni.

Il metodo scontato per liberarsi di parte di tale rischio è quello di diversificare il portafoglio in azioni ed obbligazioni. I rendimenti delle obbligazioni sono molto meno volatili di quelli azionari. Eppure la maggior parte dei titoli emessi da Governi ed imprese è soggetta ad inaspettati aumenti dell'inflazione, perché i tassi di interesse sono fissi ed il capitale è restituito al valore nominale. La sorpresa inflazionistica degli anni '70 falcidiò il valore delle obbligazioni, compromettendo la fiducia degli investitori.

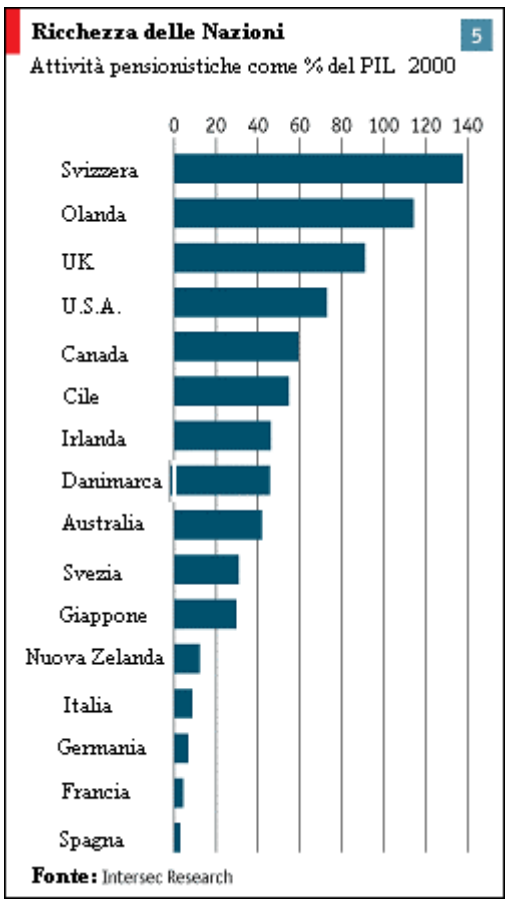
[4] **© The Economist Newspaper, London, 2002**

Esiste un altro inconveniente delle pensioni a capitalizzazione: non sono immuni dalle avverse tendenze demografiche come molte persone credono. Questo perché è probabile che il tasso di rendimento sul capitale si riduca in risposta all'invecchiamento della popolazione. Il capitale diventerà più abbondante mentre la forza lavoro diventerà più scarsa. Nei mercati finanziari, la generazione che cerca di vendere le proprie attività finanziarie sarà più numerosa di coloro che vorranno acquistare tali proprietà, il che porterà ad una riduzione dei rendimenti. Tuttavia, le simulazioni suggeriscono che gli effetti dovrebbero essere mitigati dalle ampie possibilità di investimento nei mercati delle economie emergenti, dove alti rendimenti sul capitale dovrebbero ancora essere possibili.

Gli schemi a capitalizzazione appaiono inoltre peggiori di quelli a ripartizione quanto ai costi amministrativi. I sistemi di previdenza sociale possono funzionare in maniera economica, ed i costi non influiscono sul rendimento sottostante dei sistemi a ripartizione, che in sostanza è la crescita del monte salari. Nei sistemi a capitalizzazione, gli addebiti influenzano direttamente il tasso di rendimento, ed è quindi importante riuscire a contenere i costi amministrativi. In Cile, tali costi hanno ridotto i rendimenti di almeno due punti percentuali. Con attenzione, dovrebbe essere possibile arrivare a commissioni meno elevate. Secondo Hans Jacobson, direttore generale del PPM, la stanza di compensazione per i fondi, in Svezia, dove sono stati introdotti nel 2000 nuovi schemi pensionistici privati obbligatori, le commissioni medie annue dovrebbero scendere sotto lo 0,5% del valore degli investimenti. In America, la commissione presidenziale sulla previdenza sociale ha valutato che le commissioni annue potrebbero essere ridotte fino a solo lo 0,3%.

Questi fattori avversi portano le previsioni dei rendimenti futuri dei sistemi a capitalizzazione a livelli molto più contenuti rispetto agli spettacolari rendimenti azionari degli ultimi vent'anni. La commissione presidenziale ipotizza un tasso di rendimento, al netto dei costi amministrativi, pari al 4,6%. In Italia, Elsa Fornero, direttore del CeRP, un centro di ricerca sulle pensioni affiliato all'Università di Torino, ha usato un rendimento netto pari solo al 3% per simulare uno spostamento verso la capitalizzazione. Tali rendimenti non sono più esotici, ma sono sempre molto più attraenti del rendimento sottostante agli schemi pensionistici a ripartizione, pari alla crescita del totale degli stipendi e dei salari dell'economia. Nell'UE, questo sarà intorno all'1,75%, pari al tasso di crescita tendenziale della produttività nella regione. Se la forza lavoro diminuisce in qualche paese europeo, il che può facilmente verificarsi, il tasso di rendimento si ridurrà ancora di più.

Ed ecco l'ultimo e più difficile ostacolo. Qualunque schema pensionistico sia attualmente in vigore, ogni passato sistema a ripartizione avrà inevitabilmente generato un debito, perché le prime generazioni, in verità, hanno preso in prestito da quelle che sono seguite. In America, tale debito è pari a novemila miliardi di dollari. Simili debiti devono essere finanziati. Se il sistema pensionistico rimane a ripartizione, il servizio del debito trascinerà il rendimento dei futuri pensionati al di sotto del rendimento implicito dello schema di ripartizione. Se il sistema è trasformato in uno a capitalizzazione, il debito passato diventa un'esplicita passività del Governo per mezzo dell'emissione di obbligazioni. Gli interessi pagati su questi titoli devono essere sottratti dai rendimenti più elevati ottenuti dal sistema a capitalizzazione. I vincitori saranno le generazioni future, ma ci saranno per forza dei perdenti sia tra i lavoratori sia tra i pensionati di oggi.



Le ragioni per la capitalizzazione

Uno spostamento verso la capitalizzazione è comunque essenziale, principalmente per tre ragioni, che hanno tutte a che fare con il ruolo della riforma nel sostenere la crescita economica. Questo è il cuore del problema. Dopo tutto, se il tipo di schema pensionistico scelto non facesse alcuna differenza per la dimensione dell'economia futura, allora la riforma cambierebbe semplicemente il modo in cui il reddito è distribuito all'interno di una generazione e tra le generazioni.

Il primo probabile aspetto positivo del sistema a capitalizzazione proverrà da un accresciuto risparmio. Questo genererà una crescita più rapida degli investimenti, che a sua volta porterà ad un incremento del PIL. Una più grande economia nazionale ridurrà la rivalità esistente tra giovani ed anziani per la distribuzione. Una parte dei risparmi aggiuntivi defluirà inoltre all'estero, il che favorirà la crescita del reddito nazionale grazie ai rendimenti derivanti dalla ricchezza nazionale detenuta all'estero. Dato l'invecchiamento delle popolazioni occidentali sembra corretto che traggano una parte dei loro benefici pensionistici da investimenti fatti in paesi stranieri. Questo beneficio è particolarmente importante per le piccole economie, concetto che non è stato dimenticato dagli svedesi. Durante il primo anno in cui fu loro possibile mettere il denaro delle pensioni pubbliche in fondi privati, la metà degli investimenti fu destinata all'estero, dichiara Jacobson.

Il secondo aspetto positivo della capitalizzazione deriverà dal mercato del lavoro. La soluzione migliore ai problemi economici dell'invecchiamento della popolazione è che le persone lavorino più a lungo. Se i redditi pensionistici dipenderanno in misura molto maggiore dai risparmi personali in conti pensionistici individuali, allora la maggior parte degli attuali incentivi a favore del pensionamento anticipato scomparirà.

Un terzo aspetto favorevole nei paesi che attualmente non dispongono di importanti fondi pensione privati è che la riforma promuoverà un uso del capitale più efficiente ed incoraggerà la concentrazione del management sulla creazione di valore per gli azionisti. Questo è un argomento molto importante in Germania mentre il paese sta iniziando la parziale capitalizzazione delle pensioni. "E' un intervento rivitalizzante per i mercati finanziari", dice Dieter Bräuninger, un economista della Deutsche Bank, "porterà ad un allargamento ed ispessimento dei mercati e promuoverà una più efficace corporate governance". Egli sostiene che questo sia il motivo principale per cui la Germania sta parzialmente abbandonando il sistema a ripartizione a favore della capitalizzazione.

Tali opinioni stanno anche prendendo piede a Tokio, e non anzitempo, data la noncurante spesa di capitale che ha portato ad una riduzione dei rendimenti, talvolta anche a tassi negativi. "L'asset management sta diventando sempre più importante per la salute dell'economia", sostiene Kazuhisa Okamoto, direttore di Barclays Global Investors in Giappone. Visto che i giapponesi sono già dei leggendari risparmiatori, il professor Takayama della Hitotsubashi University non si aspetta che uno spostamento verso una parziale capitalizzazione nel sistema pensionistico statale giapponese sia tale da produrre un aumento del risparmio, ma esso "sarebbe meglio indirizzato e diversificato".

In conclusione, mentre i sistemi a ripartizione possono funzionare bene quando la popolazione è giovane - nonostante l'implicita creazione di debito per la generazioni future - gli schemi a capitalizzazione sono più adatti per le popolazioni che invecchiano. Permettono l'espansione degli investimenti domestici e la diversificazione della ricchezza pensionistica nei paesi stranieri. Creano solidi incentivi strutturali e finanziari affinché le persone lavorino più a lungo. E favoriscono un maggiore sfruttamento dei capitali, componente sempre più importante nelle economie avanzate.

[…]

Uscire dalle azioni[5]

Boots ha avuto ragione a trasformare interamente in obbligazioni gli investimenti del suo fondo pensione ?

Verso la fine del 2001, Boots, una catena britannica di negozi che vendono medicine, cosmetici ed altri prodotti per la cura personale, ha stupito il mondo degli investimenti pensionistici annunciando che aveva convertito tutti gli investimenti del suo fondo pensione in obbligazioni di alta qualità. La decisione andava contro l'ortodossia finanziaria a favore delle azioni che aveva prevalso negli ultimi 40 anni. Inoltre, come si è visto, è risultata tempestiva, perché ha evitato la parte peggiore del ribasso dei corsi azionari dell'anno scorso ed ha cristallizzato un attivo del fondo pensione.
Se Boots avesse semplicemente trasformato la gran parte del suo fondo in obbligazioni, e non l'avesse pubblicizzato, nessuno avrebbe prestato molta attenzione. Dopo tutto, il piano pensionistico principale a beneficio definito di Boots è diverso da quello di molte società britanniche in quanto i nuovi dipendenti possono entrare a farne parte soltanto dopo cinque anni di impiego. Fino ad allora, viene offerto loro un piano a contribuzione definita meno generoso. Dato il rapido *turnover* del personale nei suoi negozi, questo significa che il piano DB della società non è dissimile da un fondo "chiuso" maturo, che non ha nuovi entranti ed ha sempre più membri già pensionati o che si avvicinano all'età pensionabile. Nessuno discuterebbe l'idea che mano a mano che un piano matura esso debba pareggiare le pensioni che sta pagando con reddito derivante da obbligazioni.

Ma John Ralfe, il direttore della finanza aziendale di Boots, asserisce che tutti i fondi pensione aziendali dovrebbero investire esclusivamente in obbligazioni per ragioni di principio economico. Egli sostiene che la distinzione tra il fondo pensione di una società e la società stessa è nominale, perché la società garantisce il fondo. Una società il cui fondo detiene azioni per far fronte al suo debito pensionistico sta dunque, in realtà, prendendo denaro a prestito per investirlo in azioni. Una società con un fondo pensione basato sulle azioni, egli dice, è come una società che gestisce a lato un fondo di investimento.

Molti contesterebbero questa visione. Per cominciare, se la società ed il fondo pensione fossero davvero economicamente indivisibili, non ci sarebbe ragione per costituire un fondo separato. Il punto è che il fondo rappresenta gli interessi dei suoi membri, sia quelli che lavorano sia quelli che ne traggono una pensione, benché debba anche tenere conto degli interessi della società. E figure di rilievo nella professione attuariale discutono la tesi di Ralfe secondo cui gli interessi dei membri sono serviti meglio investendo soltanto in obbligazioni. "Dal punto di vista del tesoriere aziendale, può avere senso detenere solamente obbligazioni, ma i regolatori la vedono diversamente: il fondo dovrebbe essere diversificato," dice Chris Daykin, l'attuario del governo britannico.

Mettere l'intero portafoglio di un fondo pensione in obbligazioni può rendere più facile gestire la volatilità di breve periodo, ma i fondi pensione operano su un orizzonte di investimento molto più lungo. I piani DB offrono un beneficio iniziale indicizzato a salari e stipendi, per cui devono assicurarsi che le loro attività finanziarie pareggino il maturare di questa passività pensionistica. "I diritti pensionistici che i lavoratori nei piani DB stanno accumulando sono indicizzati alle retribuzioni, quindi si deve pareggiarli con un diritto sull'economia reale," dice Daykin.

---

[5] **© The Economist Newspaper, London, 2002**

I fanatismi d'ogni sorta sono sospetti, ed un nuovo fanatismo delle obbligazioni non sarebbe migliore del vecchio culto delle azioni. Le azioni dovrebbero rimanere un pilastro degli investimenti dei fondi pensione perché ambedue hanno orizzonti temporali lunghi. Se si pianifica con 40 anni di anticipo, la volatilità di breve periodo diventa una preoccupazione minore.

Il tempo sta scadendo[6]

Un mondo che invecchia ha bisogno di pensioni adulte

Le attuali strutture pensionistiche non funzionano più. Furono costituite in un era più giovane, con relativamente pochi anziani che erano spesso poveri e malati, e tipicamente trascorrevano solamente un breve periodo in pensione. Oggi nei paesi ricchi gli anziani sono spesso benestanti ed in buona salute, e trascorrono circa 20 anni in pensione. Donde la necessità di riforma.

Questo rapporto ha presentato le ragioni a favore di più capitalizzazione privata e di pensioni più vicine all'equità attuariale. Simili cambiamenti creeranno incentivi perché gli individui provvedano ai propri bisogni pensionistici anziché lasciare questo compito allo stato. Questo, a sua volta, renderà più sostenibile il sistema pensionistico pubblico.

Anche così, lo stato continuerà a giocare un ruolo fondamentale nella previdenza. Al minimo, i governi devono offrire una rete di sicurezza, probabilmente nella forma di un beneficio definito finanziato mediante la tassazione, per le persone che per qualche ragione non hanno potuto provvedere per se stesse e che sarebbero altrimenti in miseria nell'età anziana. Ulteriormente, ci sono ragioni perché lo stato offra un ridotto sistema a ripartizione, anche se questo dovrebbe essere per quanto possibile strutturato secondo il metodo contributivo. Una tale istituzione espande la gamma di attività finanziarie fino a comprendere il capitale umano, perché il ritorno effettivo deriva dal monte salari, ed offre un rendimento sicuro, sia pur basso.

I governi devono anche creare un contesto adatto per efficaci pensioni private. I costi amministrativi devono essere strettamente controllati, ed appropriati incentivi fiscali devono essere offerti per incoraggiare il risparmio previdenziale volontario. Laddove lo stato offre una rete di sicurezza generosa, il risparmio per le pensioni private può dover essere reso obbligatorio, altrimenti molti non se ne preoccuperanno.

Questo quanto ai paesi sviluppati; ma che dire delle popolazioni più giovani del resto del mondo? Nel 1994, la Banca Mondiale si è espressa pesantemente a favore di una maggior capitalizzazione in fondi privati. Pensava che il ruolo dello stato dovesse essere quello di offrire un primo pilastro piuttosto piccolo con lo scopo limitato di fornire una protezione contro la povertà degli anziani, e di imporre un secondo pilastro privato a capitalizzazione per fornire la maggior parte delle pensioni.

La tesi a favore di qualche cosa di simile al modello cileno nelle economie emergenti è duplice. Anzitutto, benché l'evidenza empirica di maggiore risparmio sia discussa, le pensioni private stimolano certamente lo sviluppo dei mercati finanziari, il che a sua volta pare indurre una crescita più rapida. I piani pensionistici a capitalizzazione nelle economie in via di sviluppo possono inoltre avvantaggiarsi delle opportunità di investimento in attività finanziarie al di fuori del paese, diversificando così il rischio. Inoltre, l'esperienza dell'Occidente dovrebbe aver reso chiaro per i paesi in via di sviluppo che i sistemi pensionistici a ripartizione sono facili da iniziare ma difficili da arrestare: meglio evitarli fin dal principio. Sfortunatamente, spiega Robert Palacios, un

[6] **© The Economist Newspaper, London, 2002**

economista presso la Banca Mondiale, “la grande maggioranza dei paesi in via di sviluppo sta ripetendo gli errori fatti dai paesi sviluppati.”

D’altro canto, regolare le pensioni del settore privato e contenere i costi amministrativi è ancora più difficile nelle economie emergenti che nei paesi sviluppati. E quando le economie stanno crescendo molto rapidamente, ci sono ragioni più forti per ridistribuire risorse dai giovani agli anziani tramite un sistema retributivo, perché i redditi vitali dei giovani saranno probabilmente molto più alti. La Banca Mondiale ora sottolinea meno il suo sostegno ad un grande secondo pilastro obbligatorio a capitalizzazione. Sia nei paesi in via di sviluppo sia in quelli sviluppati, la domanda non è se i sistemi previdenziali debbano essere misti, ma quale sia il miglior modo di renderli misti.

Qualcosa di fatto, molto da fare

La strada per la riforma diventa più chiara, e vi sono segni incoraggianti che da qualcuno venga percorsa. L’epocale riforma tedesca sancisce il principio della capitalizzazione privata nella più grande economia d’Europa. L’arrivo dell’euro ha intensificato la pressione a cambiare, perché le differenze tra i debiti pensionistici degli stati membri potrebbero minacciare l’unione monetaria. Al Consiglio Europeo di Stoccolma l’anno scorso, le linee guida per la stabilità dell’unione monetaria europea sono state estese per contemplare la prospettiva di lungo termine delle finanze pubbliche. Uno schema recente per la riforma nell’Unione Europea, delineato da Kieran McMorrow e Werner Röger, economisti presso la Commissione Europea, invoca un grande spostamento dalla ripartizione alla capitalizzazione.

Ma molto di più deve essere fatto. I politici tendono ad agire soltanto quando i sistemi previdenziali si avviano alla crisi. Con il momento della verità ancora a più di un decennio di distanza, saranno tentati di procrastinare. Come mostrano le proiezioni di Standard & Poor’s, nella maggior parte dei paesi europei le finanze pubbliche miglioreranno prima di peggiorare.

È anche essenziale scegliere il giusto genere di riforma. Rattoppare un sistema a ripartizione sovraccarico tagliando i benefici od innalzando le aliquote contributive non è più sufficiente. Le due ultime riforme pensionistiche giapponesi hanno cercato di farlo, ma non sono riuscite a dare ai cittadini un incentivo a provvedere per se stessi tramite fondi pensionistici individuali. Questo ha contribuito all’attuale malessere economico del Giappone, sostiene Toshiaki Tachibanaki, un economista dell’Università di Kyoto: “Le persone si sentono molto incerte delle proprie future pensioni e cercano di risparmiare di più per via di questa mancanza di fiducia, e questo spiega perché le spese per consumi sono state inaspettatamente scarse di recente.” Anche se la riforma giapponese introdotta nel 2000 ha tagliato i benefici pensionistici futuri del 20%, richiede ancora aliquote contributive più elevate. Ma secondo Noriyuki Takayama della Hitotsubashi University, “non è ulteriormente sostenibile innalzare sempre più le aliquote contributive, per cui la riforma previdenziale non quadra”.

Intanto, i ritardi non stanno sprecando soltanto tempo, ma anche denaro. Perché ogni anno in cui le economie operano al di sotto del loro pieno potenziale perché i sistemi previdenziali non riformati comprimono i tassi di partecipazione alla forza lavoro, il debito pubblico viene accumulato senza necessità o gli avanzi sono minori di quanto potrebbero essere. Ciò renderà ancor più difficile per i governi onorare le loro promesse pensionistiche tra il 2020 ed il 2040 quando la pressione demografica diventerà schiacciante.

I politici vogliono evitare la riforma pensionistica perché sanno che sarà profondamente impopolare. Ma se continuano a girarsi i pollici, saranno colpevoli di non aver evitato una delle crisi economiche e sociali più prevedibili della storia.

Ringraziamenti:
Oltre a quelle citate nel testo, l'autore desidera ringraziare, per il loro contributo alla preparazione di questo rapporto, le seguenti persone: in America, Robin Brooks (International Monetary Fund) Stephen Gross (Social Security Administration), Maya MacGuineas (New America Foundation), Jack VanDerhei (Employee Benefit Research Insitute); in Gran Bretagna, Ros Altmann (Genesys), Gordon Clark (Oxford University), David Miles (Imperial College), Alan Rubenstein (Morgan Stanley), in Cile, Augusto Iglesias (PrimAmerica Consultores), in Germania, Markus Sailer (Bundesversicherungs anstalt für Angestellte), Peter Schwark (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft); in Giappone, Yukiko Katsumata (National Insitute of Population and Social Security Research), Timothy Marrable, Nhattan Nguyen (William Mercer), Kunichi Sakamoto (Ministry of Health, Labour and Welfare), in Svezia, Björn Nilsson (Alecta), Ole Settegren (Swedish National Insurance Board).

© The Economist Newspaper, London, 2002