

# Alcune considerazioni sull'indicizzazione delle pensioni anche ai salari reali<sup>1</sup>

Pietro Ortoleva<sup>2</sup>

Torino, settembre 2002

## *Sintesi*

Questo breve commento riguarda la proposta [Gronchi, 1997] di lasciare ai lavoratori libertà di scelta al momento del pensionamento circa una perequazione ai soli prezzi (pensione costante in termini reali, inizialmente più alta) oppure ai prezzi ed ai salari reali (pensione crescente in termini reali, inizialmente più bassa). Le cinque considerazioni che verranno presentate vertono su alcuni elementi che, a mio parere, è necessario mettere in luce in merito a questa proposta: in sintesi, sono i problemi di *Adverse Selection*, quelli legati alla varianza dei benefici pensionistici, quelli derivanti da un valor atteso di  $r$  diverso da 1,5%, quelli derivanti da un  $n+g$  diverso da 1,5% ed, infine, quelli derivanti da un uso di tavole di mortalità non aggiornate e non proiettate. Alcuni di essi riguardano la scelta che i singoli soggetti si troverebbero ad effettuare ed in particolare l'esistenza di elementi che potrebbero spingerli verso un'indicizzazione ai soli prezzi (i problemi di varianza dei benefici pensionistici ed il loro valor atteso) o verso un'indicizzazione completa (un valor atteso di  $n+g$  maggiore di 1,5%), altri (i problemi di *Adverse selection*, quelli connessi all'uso di tavole di mortalità non aggiornate e non proiettate e quelli legati ad un  $n+g$  diverso da 1,5%) le conseguenze che questa discrezionalità concessa potrebbe causare ai conti del sistema pubblico.

## 1 Adverse Selection

La libertà di scelta tra pensioni indicizzate ai soli prezzi e pensioni indicizzate anche ai salari reali che viene proposta [Gronchi, 1997], se da un lato garantisce una maggiore libertà per i singoli individui e risolve i problemi delle cosiddette "pensioni d'annata", dall'altro espone il sistema pubblico ad un rischio di *Adverse Selection*: infatti, i soggetti che fanno di avere una mortalità più alta di quella prevista dalla legge (basti pensare agli uomini non sposati, per i quali la legge prevede una reversibilità che loro non possono sfruttare) tenderanno a scegliere pensioni indicizzate ai soli prezzi, mentre coloro che pensano di avere una mortalità più bassa (come uomini sposati con mogli con più giovani di più di tre anni) tenderanno a scegliere pensioni indicizzate ai salari. Questa tendenza ha evidenti effetti negativi sul bilancio del sistema pubblico: in materia Gronchi, 1997 sottolinea che questi effetti negativi sono di gran lunga più contenuti di quelli derivanti dal progressivo elevamento delle "pensioni d'annata" più vecchie per adeguarle a quelle più recenti. Personalmente, però, ritengo che il confronto vada effettuato tenendo conto che questo adeguamento, ammesso che ci sia, potrebbe essere effettuato anche molto di rado, cosa che ne ridurrebbe considerevolmente gli effetti negativi.

## 2 La varianza dei benefici pensionistici

Una delle principali differenze tra pensioni indicizzate ai soli prezzi e pensioni indicizzate ai salari è senza dubbio la varianza dei benefici pensionistici che il singolo soggetto riceverà negli anni del suo pensionamento. Riguardo ad essa occorre, per

---

<sup>1</sup> Questo lavoro nasce all'interno di un seminario del corso *Economia del risparmio, della previdenza e dei fondi pensione* tenuto dalla professoressa Elsa Fornero nell'anno accademico 2001/2002.

<sup>2</sup> Laureando in Economia presso l'Università di Torino.

chiarezza, distinguere tra due tipi di varianza: la varianza derivante dall'incertezza sulla durata della vita e la varianza derivante dall'incertezza sui rendimenti  $r$  ed  $n+g$ .

## 2.1 Varianza derivante dall'incertezza sulla durata della vita

Al momento del pensionamento, poichè incerta è la durata della vita, i benefici pensionistici che un soggetto riceverà sono incerti: potrà non riceverne nessuno (se muore prima di ricevere la pensione) o riceverne molti nel caso viva molto a lungo. Naturalmente, la scelta tra pensioni indicizzate ai soli prezzi e pensioni indicizzate ai salari influenza l'andamento di questi benefici: senza analizzare gli effetti sul valore atteso (vedi prossimo paragrafo) la scelta ha effetti sulla varianza di quanto ricevuto. In particolare, si avrà una varianza maggiore nel caso di indicizzazione ai salari, minore nel caso di indicizzazione ai prezzi, poichè, naturalmente, il sistema indicizzato ai salari dà pochi benefici se si muore presto, molti se si muore tardi. Questa differenza tra le varianze dei benefici costituisce una forte pressione a scegliere un sistema indicizzato ai soli prezzi.

Come esempio, si consideri un soggetto che va in pensione a 57 anni, con un profilo salariale piatto pari a 33.000 € l'anno per 35 anni di contribuzione, con aliquota di finanziamento del 33%, pari a quella di computo: questo genera un montante dei contributi pari a 497.523 € nell'ipotesi di crescita del Pil pari a 1,5% l'anno<sup>3</sup>. Al momento del pensionamento (57 anni) otteniamo una deviazione standard pari a **190.846** (il 40,78% del valore atteso) nel caso in cui il soggetto scelga pensioni indicizzate ai salari reali; mentre, nel caso di indicizzazione ai prezzi, la deviazione standard diviene **170.367** (il 36,20% del valore atteso), con una differenza, dunque, pari a circa il 4% del valore atteso (la deviazione standard, scegliendo un'indicizzazione ai salari, cresce di poco più del 10%).

## 2.2 Varianza derivante dall'incertezza sui rendimenti $r$ ed $n+g$

Altre fonti di variabilità dei benefici pensionistici ricevuti sono, oltre a quella connessa all'incertezza sulla durata della vita, le variabilità di  $n+g$  e di  $r$ <sup>4</sup>. Tra esse, in particolare la variabilità di  $n+g$  parrebbe avere un impatto rilevante nel determinare quale profilo pensionistico sia ottimale per il singolo: infatti, va sottolineato che le pensioni indicizzate ai soli prezzi sono immuni da variazioni di  $n+g$  futuri (salvo modifiche di legge), poichè sono calcolate ipotizzando un  $n+g$  costante all'1,5%; al contrario, le pensioni indicizzate ai salari reali sono influenzate direttamente da  $n+g$ : questo significa che le pensioni indicizzate ai salari hanno un'ulteriore fonte di variabilità, il che costituisce una spinta verso pensioni indicizzate ai soli prezzi (vedi paragrafo 4).

## 3 Effetti derivanti da un valor atteso di $r$ maggiore di 1,5%

Nell'ambito del confronto tra le due possibilità va sottolineato che non solo la varianza dei benefici ricevuti è differente, ma, nel caso in cui  $r$  sia maggiore di  $n+g$ , anche il loro valor atteso: la cosa risulta evidente tenendo conto che il valore atteso si calcola scontando i benefici futuri al tasso  $r$ , mentre i due sistemi risultano equivalenti utilizzando il tasso  $n+g$  atteso (fissato per legge all'1,5%). Ovviamente, se  $r = 1,5\%$ , avranno il medesimo valore atteso, mentre nel caso  $r$  sia maggiore, il valore atteso del sistema indicizzato ai soli prezzi sarà più alto, perchè garantisce benefici più alti prima e più bassi dopo.

La differenza è evidente anche da un'altro punto di vista: nel caso di pensioni indicizzate ai soli prezzi, il pensionato può costruire da sè un profilo crescente, investendo la differenza tra la pensione ricevuta e quella che avrebbe ricevuto nel caso avesse scelto

---

<sup>3</sup> Inoltre, per semplicità si ipotizza che non sia prevista (neanche dalla legge) reversibilità. La stima ipotizza per il periodo successivo al pensionamento,  $r$  costante al 2%,  $n+g$  costante all' 1,5%, ed utilizza le tavole di mortalità Istat 1998 ipotizzando che siano quelle utilizzate dalla legge ed anche quelle effettive, costanti (riguardo gli effetti derivanti dall'utilizzo di tavole di mortalità diverse da quelle effettive si veda il paragrafo 5).

<sup>4</sup> Entrambi ipotizzati costanti nelle stime effettuate in precedenza.

un'indicizzazione ai salari nei più redditizi mercati finanziari; in questo modo, appunto perchè  $r$  è stato ipotizzato maggiore di  $n+g$ , otterrà dei benefici attesi maggiori. Questa differenza di valore atteso va, naturalmente, accentuandosi al crescere del divario tra  $r$  ed  $n+g$  (è funzione crescente del divario).

Al contrario, nel caso in cui  $r$  ed  $n+g$  coincidano, i due metodi daranno lo stesso valore atteso: avranno, però, una varianza differente (minore nel caso di pensioni indicizzate ai prezzi).

Considerando sempre un ipotetico pensionato con un montante dei contributi a 57 anni di 497.523<sup>5</sup> Euro, con  $n+g$  fisso = 1,5%,  $r$  fisso = 2%, egli avrà un valore atteso dei benefici pensionistici (scontati al tasso  $r$ ) pari a **464.407** Euro nel caso scelga pensioni indicizzate ai salari reali e **467.411** Euro nel caso scelga pensioni indicizzate ai prezzi. La differenza è dunque intorno ai 3000 Euro, ossia circa lo 0,6% del montante contributi (ovviamente, con scarti tra  $r$  ed  $n+g$  maggiori si registreranno differenze più marcate).

#### **4 Effetti di $n+g$ diverso da 1,5%**

La legge tuttora in vigore nel nostro paese prevede uno sconto dei benefici pensionistici futuri, al fine di calcolare i coefficienti di trasformazione, effettuato al tasso 1,5% annuo, ossia la previsione di crescita della massa salariale di lungo periodo. Può accadere, però, che i tassi di crescita della massa salariale siano diversi di anno in anno ed, in particolare, diversi da quello previsto dell'1,5%. Che effetto hanno questi sconti sul sistema di indicizzazione più conveniente per il singolo? Nel caso  $n+g$  si riveli maggiore dell'1,5%, questo significa che chi ha una pensione indicizzata ai soli prezzi riceve una pensione più bassa di quella che gli sarebbe spettata se si fosse saputo al momento del pensionamento l'effettivo andamento della massa salariale, a tutto vantaggio delle casse del sistema pubblico. Al contrario, chi riceve una pensione indicizzata anche ai salari riceve quanto pattuito senza generare né vantaggi né perdite per il sistema pubblico. Un ragionamento analogo vale naturalmente nel caso  $n+g$  si mostri minore di 1,5% (pensioni indicizzate ai soli prezzi ci guadagnano, mentre il sistema pubblico ci perde).

Questo significa, dunque, che un'indicizzazione ai salari reali ha il pregio di permettere ai pensionati di godere di una crescita della massa salariale superiore alle previsioni, esponendoli, però, al rischio di una crescita minore: naturalmente, questa esposizione avrà effetto sulla varianza dei benefici pensionistici.

Al contrario, nel caso di indicizzazione ai soli prezzi, viene garantito un rendimento dei contributi che è pari ad una media dei tassi di crescita passati (dunque noti) e del tasso implicito nel coefficiente di trasformazione (fissato all'1,5%): eventuali sconti ricadranno, in positivo ed in negativo, sulle finanze del sistema pubblico. Naturalmente questo, se impedisce ai singoli di godere di aumenti della massa salariale fuori dalla norma, dall'altro lato garantisce una varianza di rendimenti ben più bassa (di fatto nulla, salvo il rischio di correzione delle disposizioni di legge).

Punto rilevante, in proposito, è il valore atteso di  $n+g$  di lungo periodo: se esso si mostra essere esattamente pari all'1,5%, questo costituisce una pressione a scegliere un'indicizzazione ai soli prezzi, poiché dà il medesimo rendimento con varianza nulla.

Nel caso, invece, che con il passare del tempo, il valore atteso di  $n+g$  di lungo periodo cresca dall'1,5% attuale ad un valore superiore (senza che venga adeguata la legge), questo costituirà una pressione a scegliere pensioni indicizzate ai salari reali. Naturalmente, tutto questo risulta rilevante anche per le finanze del sistema pubblico: infatti, il garantire un rendimento dell'1,5% costituisce un rischio, potendo realizzarsi un  $n+g$  maggiore o minore del rendimento garantito, con conseguenti guadagni o perdite. Dal punto di vista della spesa pensionistica, in questo ambito apparrebbe preferibile permettere un'indicizzazione anche ai salari reali, che produrrà una situazione di equilibrio

---

<sup>5</sup> vedi sopra e nota 1.

certo, piuttosto che un'indicizzazione ai soli prezzi, che, se ha un valor atteso nullo (il valor atteso di  $n+g$  di lungo sembra stabile all'1,5%), ha una varianza non trascurabile.

## **5 Effetti derivanti dall'uso di tavole di mortalità non aggiornate e non proiettate nel calcolo dei benefici pensionistici**

La scelta da parte del legislatore di utilizzare tavole di mortalità aggiornate solo ogni 10 anni e non proiettate ha l'effetto di portare ad un divario (che ogni 10 anni cresce molto per annullarsi alla fine del periodo) tra le tavole utilizzate dalle legge e quelle che corrispondono alla mortalità effettiva, dove le prime prevedono una speranza di vita minore e tassi di mortalità maggiori rispetto alle seconde. Questa differenza può influenzare la scelta tra una pensione indicizzata ai soli prezzi ed una indicizzata ai salari. Infatti, sappiamo che l'indicizzazione ai salari può risultare conveniente per chi abbia una speranza di vita superiore a quella prevista in media dalla legge (tenendo conto della reversibilità): poichè l'utilizzo di tavole di mortalità meno aggiornate di quelle effettive implica che la mortalità media prevista dalla legge sia superiore a quella media effettiva, questo significa che vi saranno molte più persone per cui sarà conveniente scegliere un'indicizzazione ai salari.

Dall'altro lato, però, la scelta di pensioni indicizzate ai salari incrementa il deficit pensionistico connesso all'utilizzo di tavole non aggiornate. Le pensioni pagate saranno più alte non solo perchè, a parità di metodi di indicizzazione, le tavole di mortalità non aggiornate sovrastimano le probabilità di morte; ma anche perchè, con pensioni indicizzate ai salari reali, le pensioni aggiuntive effettivamente pagate saranno più alte di quelle che sarebbero state pagate altrimenti, poichè quelle indicizzate sia ai prezzi che ai salari risultano avere un profilo troppo crescente data la vita media. Va dunque sottolineato che, riguardo questo specifico argomento, ogni vantaggio per il singolo derivante dalla scelta di pensioni indicizzate ai salari reali ha come controparte un aggravarsi del problema di pareggio del sistema a riparazione.

### **Riferimenti Bibliografici**

**Gronchi, S.** *Un'ipotesi di correzione e completamento della riforma delle pensioni del 1995*, Ministero del Tesoro, Commissione tecnica per la spesa pubblica, Nota n.10, giugno 1997.

**Fornero E., Castellino O.** (a cura di) *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Il Mulino, 2001.