

Come salvare la pensione riformando il metodo di finanziamento dei sistemi previdenziali Europei

Il caso dell'Italia

di

Franco Modigliani - Marialuisa Ceprini

MIT, Cambridge (Mass.)

1. Introduzione [\[1\]](#)

Desideriamo chiarire subito che la nostra proposta non tende a ridurre le pensioni, che rimangono intatte, ma a finanziarle razionalmente attraverso investimenti in capitali. *La nostra è una riforma del finanziamento delle pensioni e non la riforma della pensione.*

Dopo aver brevemente analizzato perché il finanziamento della ripartizione dei sistemi pensionistici pubblici, anche noto come paygo, è inaffidabile e deve essere abbandonato al più presto, spiegheremo che il miglior modo per rimpiazzarlo è un *sistema pubblico completamente finanziato dalla capitalizzazione (pilastro del risparmio obbligatorio), costruito per garantire benefici reali definiti*. Tale sistema è l'alternativa più promettente dal punto di vista della: *i) Efficienza* (costo ai partecipanti per unità di beneficio); *ii) Affidabilità* (stabilità di contributi necessari a garantire i benefici promessi in base a realistiche variazioni nei parametri fondamentali), e *iii) Massima certezza* (sull'entità della pensione).

I motivi principali dell'inadeguatezza del paygo sono la crescita dell'aspettativa di vita e la diminuita crescita economica, sia demografica che della produttività. Queste tendenze stanno minando la capacità dei sistemi, finanziati dalla ripartizione, a mantenere i benefici promessi, perché riducono il reddito, e quindi, i contributi degli attivi in relazione alle pensioni maturate. In un sistema a capitalizzazione, queste tendenze non causano problemi perché le pensioni non sono pagate con i contributi degli attivi ma con i capitali accumulati nel fondo pensione del nuovo sistema a capitalizzazione.

Dal momento che la maggioranza dei sistemi pensionistici dell'Unione Europea sono finanziati dalla ripartizione, tutti hanno un immediato bisogno di riforma perché, a causa di questo metodo, corrono il rischio della bancarotta. Pensiamo che questa comune circostanza offra una opportunità unica per intraprendere riforme coordinate che conducano ad un comune sistema pubblico pensionistico, per l'intera Unione Europea, possibilmente del tipo che noi proponiamo. Ciò incoraggerebbe fortemente la mobilità del lavoro, che è vitale per il mantenimento di una politica di piena occupazione in un sistema a cambio fisso. Inoltre, agevolerebbe l'investimento del cospicuo ammontare di capitale accumulato dal sistema in un portafoglio diversificato composto da tutti i titoli dell'Unione Europea, il cui rendimento sarebbe più stabile rispetto a quello ottenibile da un portafoglio esclusivamente nazionale. Ovviamente l'esistenza di problemi di transizione implica che il raggiungimento di un sistema unificato, sebbene rappresenti il nostro ambito traguardo, potrebbe richiedere tempi lunghi per il suo completamento. Siamo convinti che questo sia il momento giusto per realizzare tale traguardo.

2. I problemi del nuovo Welfare in Europa

Due sono i seri problemi che l'Europa deve affrontare nel 21^{mo} secolo. Il primo è la *Disoccupazione*, un problema di breve periodo; il secondo è il *Finanziamento dei Sistemi Pubblici Pensionistici*, un problema di lungo periodo, che discuteremo in questo saggio dal momento che il primo lo trattiamo in un lavoro presentato a parte.

3. Analisi dei sistemi previdenziali in Europa

3.1 Il vero problema

Il debito pensionistico è un problema che in Europa riguarda tutti i sistemi pubblici finanziati dalla ripartizione. *Il vero problema da risolvere viene dal finanziamento del sistema e non, come largamente creduto o asserito, dal fatto che sono gestiti da una struttura pubblica.* Secondo il nostro punto di vista, il risparmio obbligatorio (primo pilastro) dovrebbe essere propriamente gestito dal Governo, e coprire una ragionevole porzione del consumo durante il pensionamento. La rimanente parte dovrebbe essere coperta con il risparmio volontario in un sistema a capitalizzazione privato (secondo pilastro) dove un individuo liberamente decide come, quando e se versare i propri risparmi, come suggerito dal modello del Ciclo Vitale del Risparmio (CVR)[\[2\]](#).

3.2 Lo scenario Europeo

Guardando lo scenario Europeo, notiamo che in media l'88% delle pensioni è provvisto da schemi pubblici. Solo il 7% delle pensioni è offerto attraverso piani disposti dai datori di lavoro, e l'1% attraverso schemi volontari offerti da compagnie di assicurazioni sulla vita.

1) I tassi di sostituzione europei sono in fase di cambiamento a seguito di un processo di ristrutturazione

dei sistemi pensionistici.

2) L'età di pensionamento è fissata per legge.

3) Stime Eurostat dell'aspettativa di vita dalla nascita nell'Unione Europea.

4) Tasso di contribuzione nel fondo dei pubblici dipendenti. Le categorie di lavoro sono soggette a differente contribuzione.

5) A regime l'età di pensionamento sarà 65 anni.

6) A regime l'età di pensionamento sarà 60 anni.

Fatta eccezione per la Danimarca, la Finlandia e la Svezia, caratterizzati da un sistema, che gradualmente sarà in parte a ripartizione ed in parte a capitalizzazione, i sistemi pubblici in Europa sono principalmente schemi paygo e normalmente rappresentano l'unica risorsa di reddito da pensionamento. Nella Tavola 1 vediamo che, in paesi come l'Italia e la Spagna, la contribuzione obbligatoria è piuttosto elevata, di gran lunga eccede il 25% (in USA è il 12%), e corrisponde a benefici, molto generosi, misurati dal tasso di sostituzione e dall'età di pensionamento [3] (in USA rispettivamente 50% e 65 anni). L'eccessivo contributo obbligatorio, imposto per mantenere l'inaffidabile e inefficiente metodo della ripartizione, riduce la capacità dei lavoratori di versare contributi volontari in modo da sostenere adeguati piani pensionistici privati.

3.3 I veri difetti dei sistemi paygo

I sistemi a ripartizione devono essere abbandonati al più presto a causa della loro inferiorità per diversi aspetti in confronto con un sistema a capitalizzazione.

1. *Onerosità:* Nel sistema a capitalizzazione i contributi sono man mano investiti ad un tasso di rendimento composto, e questo generalmente permette di ridurre il contributo per dati benefici. L'entità del risparmio dipende dal differenziale tra il tasso di rendimento dell'investimento e il tasso di rendimento implicito che è possibile offrire con il sistema a ripartizione (che è il tasso di crescita di lungo periodo del monte salari reale). Le informazioni disponibili giustificano la conclusione che attualmente, e nel futuro prevedibile, il tasso di rendimento dell'investimento sarà tranquillamente al di sopra del tasso di crescita del monte salari. Nel programma, sviluppato per gli USA, abbiamo dimostrato che con ragionevoli stime del reddito del capitale e della crescita della produttività, la contribuzione richiesta da un sistema completamente capitalizzato potrebbe essere perlomeno di 2/3 inferiore rispetto al paygo.

2. *Insolvenza:* l'endemica incertezza circa la sua capacità di pagare in futuro le pensioni promesse. Ciò accade perché in uno schema paygo il rapporto contributi/benefici (Tasso di dipendenza mostrato nella Tavola 2) dipende fondamentalmente dal tasso di crescita del monte salari (reale), nel senso che le pensioni future dovranno essere uguali all'entità dei contributi raccolti a quell'epoca, che, a loro volta, sono proporzionali al reddito di quell'epoca. Pertanto se il tasso di crescita del monte salari si riduce rispetto a quello usato nel calcolare i contributi o per una caduta del tasso di crescita del monte salari o della produttività, le pensioni promesse risulteranno maggiori dei contributi di un'entità che è proporzionale alla riduzione del tasso di accrescimento.

Come è noto, nel caso della popolazione una crescita più bassa produce un deficit attraverso l'effetto che genera nel rapporto di dipendenza (rapporto popolazione non attiva a quella in età attiva). Le stime 1990-2050, riportate nella Tavola 2, mostrano chiaramente il deterioramento di questo rapporto. Si tratta di un aumento pauroso che riflette l'allungamento della durata della vita media dopo l'età del pensionamento.

*Tav. 2 – Stime 1990-2050 del rapporto di Dipendenza (1)
nei paesi industrializzati*

					1990	2010	2030	2050
				Belgio	28,4	30,5	49,2	54,5
				Canada	21,0	25,2	47,2	52,9
				Francia	27,6	31,5	49,0	58,3
				Germania	27,1	33,3	47,6	62,1
				Giappone	22,0	38,3	53,0	70,1
				Regno Unito	30,9	31,0	45,0	49,3
				Italia	27,4	35,7	55,8	82,8
				Paesi Bassi	24,1	27,2	50,3	57,3
				USA	24,1	24,3	41,6	44,2
				Svezia	35,2	35,0	46,9	49,3
				Svizzera	26,2	29,9	53,4	61,5
				Media	22,8	26,9	39,6	52,4

Fonte: G-10.

1) Rapporto degli attivi (25-64) sui giovani (<24) e anziani (65+).

Ne segue che, quando uno schema stabilisce contributi e benefici in base ad una previsione del tasso di crescita di lungo periodo e alla lunghezza del pensionamento, se si affievolisce il tasso di crescita o si allunga la durata della vita da pensionato, le entrate del sistema non sono più sufficienti a coprire le pensioni promesse. Questo è precisamente quello che sta accadendo da alcuni anni. Qualunque ulteriore aggiustamento, pur grande e penoso che esso sia, non sarebbe sufficiente ad assicurare lunga durata ai sistemi pensionistici finanziati dalla ripartizione. *Non c'è alcun dubbio lo schema paygo ha seri problemi ovunque sia stato adottato.*

Dalle statistiche della Tavola 3, appare chiaro che l'invecchiamento della popolazione, in tutti i paesi

dell'OECD, richiede quote crescenti del PIL per pagare le pensioni promesse con uno schema paygo. Nella Tavola vediamo che le proiezioni del costo delle pensioni, nel 2040, per paesi come la Finlandia, la Germania, e la Spagna eccedono il 15%; mentre, per l'Italia sono più alte del 20%; la qual cosa è consistente con la generosità degli schemi paygo (si vedano i tassi di sostituzione della Tavola 2), con la caduta delle nascite, e con l'allungamento dell'aspettativa di vita.

Oggi, in Europa, in media 3.5 lavoratori contribuiscono al reddito di pensionamento per un pensionato. Ci si aspetta un peggioramento di questo rapporto entro il 2020 quando per ciascun pensionato saranno necessari 2,5 lavoratori. Questi dati, confermano la forte pressione che subiscono i sistemi paygo, dando all'Europa il chiaro messaggio del bisogno urgente di intraprendere subito un'azione in comune.

Tav. 3 – Previsioni della Spesa Pensionistica Pubblica nei paesi OECD (percentuale del PIL a prezzi 1994)

	1995	2020	2040	2070
Austria	8,8%	12,1%	15,0%	13,5%
Belgio	10,4%	10,7%	15,0%	14,3%
Danimarca	6,8%	9,3%	11,6%	11,7%
Finlandia	10,1%	15,2%	18,0%	17,8%
Francia	10,6%	11,6%	14,3%	14,0%
Germania	11,1%	12,3%	18,4%	15,5%
Irlanda	3,6%	2,7%	2,9%	2,2%
Italia	13,3%	15,3%	21,4%	17,0%
Paesi Bassi	6,0%	8,4%	12,1%	11,0%
Norvegia	5,2%	8,6%	11,8%	11,1%
Portogallo	7,1%	9,6%	15,2%	14,8%
Spagna	10,0%	11,3%	16,8%	16,0%
Svezia	11,8%	13,9%	14,9%	15,1%
Regno Unito	4,5%	5,1%	5,0%	3,1%
US	4,1%	5,2%	7,1%	7,4%
Giappone	6,6%	12,4%	14,9%	14,4%

Fonte: Invecchiamento della popolazione, Sistemi pensionistici e Bilanci Pubblici. Simulazioni per i paesi OECD con dati 1996. Copyright Ó OECD. Diritti riservati.

3. *Inefficienza:* L'enorme risparmio obbligatorio non contribuisce alla formazione della Ricchezza Nazionale, o investimento, perché è usato per pagare le pensioni correnti, e quindi consumato. Invece, in un fondo ad accumulazione, quei risparmi sono totalmente investiti nei vari titoli dell'Unione Europea, andando a finanziare i nuovi investimenti resi possibili dal nuovo risparmio.

4. *Illiquidità:* La natura di fondo fiduciario del paygo non permette alcun accantonamento perché, come abbiamo visto, i contributi sono immediatamente consumati per pagare le pensioni correnti. Pertanto, l'enorme contribuzione obbligatoria è un credito del tutto illiquido che i lavoratori non possono

usare, fino all'età del pensionamento, per "autofinanziarsi" temporanei investimenti personali.

4. Da un Team del MIT come salvare la pensione riformando il metodo di finanziamento dei sistemi previdenziali pubblici Europei

Il nuovo sistema pubblico obbligatorio, che raccomandiamo, è così caratterizzato: *i) finanziamento al 100% con la capitalizzazione* (i contributi sono totalmente investiti in titoli quotati dall'Unione Europea); *ii) mantenimento degli esistenti benefici definiti*; basati sulla *iii) garanzia di un tasso fisso di rendimento sui contributi*, usando il "swap", un innovativo contratto finanziario attraverso il quale il nuovo sistema a capitalizzazione scambia con il Tesoro il rendimento incerto di un portafoglio indicizzato di mercato dietro un tasso fisso reale di interesse.

Il sistema proposto investe tutti i contributi in un portafoglio comune di mercato indicizzato per garantire un rendimento certo, e mantiene uno schema a Benefici Definiti (DB).

La gestione di un singolo fondo strettamente indicizzato è molto meno cara che non gestire tanti piccoli portafogli individuali (come accade nelle privatizzazioni). E' un'operazione fondamentale meccanica che può essere condotta dal nuovo sistema, o affidata a managers privati a bassissimo costo; mentre, l'indicizzazione passiva immunizza il nuovo sistema da eventuali critiche che i politici potrebbero manipolare il crescente capitale del fondo.

4.1 La fase di transizione

In passato uno degli ostacoli maggiori al rimpiazzamento della ripartizione con la capitalizzazione è stato il presunto alto costo della transizione che deve essere pagato dalle correnti e/o future generazioni. Come è ben noto, il contributo per costruire il nuovo fondo non può venire semplicemente spostando gli attuali contributi dalla ripartizione al nuovo sistema pubblico a capitalizzazione perché il vecchio sistema ha bisogno di quei contributi per pagare le pensioni a coloro che hanno acquistato il diritto alla pensione versando a sua epoca i contributi. Sembrerebbe, pertanto, che durante la transizione i partecipanti debbano pagare il doppio del loro contributo, uno per il vecchio sistema e l'altro per costruire il nuovo. Noi suggeriamo come questi costi possono essere facilmente assorbiti dal nuovo sistema.

Partendo dalle mosse della Teoria della nuova Finanza, abbiamo sviluppato un metodo operativo per eseguire la transizione al minimo costo sostenibile per ogni generazione. Il nostro approccio può essere applicato a tutti quei paesi che hanno adottato il sistema a ripartizione.

4.2 Negli USA

In USA dimostriamo che è possibile completare la transizione dalla ripartizione alla capitalizzazione, senza aumento dei contributi, approfittando di una serie di circostanze favorevoli: *i) le riserve accumulate* nel Social Security Trust Fund attraverso surplus passati; *ii) i futuri surplus* previsti nel Social Security Trust Fund nella prossima decina di anni; *iii) contributi del Governo* (il Presidente Clinton, durante la sua proposta nella "Mid-Session Review of the Budget" ha già promesso al sistema previdenziale una larga quota del surplus di bilancio previsto nei prossimi quindici anni), e *iv) una*

oculata politica di investimenti (investendo efficientemente i contributi futuri).

4.3 In Italia

In Italia i seri difetti della ripartizione sono ingigantiti a causa di: 1) *Un'eccessiva generosità del tasso di sostituzione* (ammontare della pensione). Almeno recentemente, la pensione era uguale all'80% (Tavola 1) del salario finale, che è all'incirca il 20% più alto della media (in USA, la pensione è in media uguale al 50% del salario medio, oltre questo limite gli individui provvedono direttamente con il risparmio volontario); 2) *Un contributo addizionale* necessario per coprire le pensioni di anzianità, fenomeno tipicamente Italiano ed inesistente altrove; 3) *Un basso rendimento del TFR*, il così detto "Salario differito", che in un sistema con pensioni già così elevate, mentre aumenta di molto il contributo (7,70%) obbligatorio, contribuisce ben poco ad aumentare la pensione perché il suo reddito reale è molto basso (il valore corrente, intorno all'1-1 ½ %, è calcolato sulla base di una regola fissa); 4) *Uno dei più bassi rapporti di dipendenza*, con tendenza al peggioramento nel futuro (entro il 2020 è prevista una natalità negativa). A quanto sopra si aggiunga che nel 1998 la contribuzione evasa con il lavoro nero, solo nella piccola industria, era dell'1% del sistema pensionistico (oltre 2000 miliardi di lire correnti).

Alcuni dei sopra difetti sono in via di correzione in virtù delle riforme che hanno stabilito un graduale taglio del tasso di sostituzione, tra il 2000 e il 2050, e un allacciamento dei contributi alla media dei salari percepiti durante l'intero arco della vita lavorativa (quando la Riforma Dini andrà a regime nel 2050, il principio retributivo sarà sostituito da quello contributivo, peraltro mantenuto nella nostra proposta). Sfortunatamente, il rapporto benefici/contributi sarà variabile perché il rendimento implicito non è fisso ma rimane dipendente dalla crescita attuale del reddito. In sostanza il sistema diventa a Contribuzione Definita (DC), perché il Governo ha deciso che il sistema rimanga paygo con tutti i suoi aberranti difetti.

Tav. 4 – Stime 2000-2050 della Riforma Dini (gestione FPLD)

Anni	Importo Pensione (1)	RIFORMA DINI							
		Stime INPS				Stime RGS			
		Aliquota equilibrio (2)	Contributo obbligatorio (3)	Deficit (4)	T. S. medio (5)	Aliquota equilibrio (2)	Contributo obbligatorio (3)	Deficit (4)	T. S. medio (5)
2000	163.094	45,01%	32,70%	12,31%	60%	45,30%	32,70%	12,60%	62%
2005	197.208	46,77%	32,70%	14,07%	51%	46,40%	32,70%	13,70%	54%
2010	233.693	47,78%	32,70%	16,08%	50%	47,10%	32,70%	14,40%	56%

2015	274.021	48,27%	32,70%	15,57%	44%	48,00%	32,70%	15,30%	52%
2020	318.854	48,40%	32,70%	15,70%	38%	47,90%	32,70%	15,20%	48%
2025	370.609	48,47%	32,70%	15,77%	36%	48,30%	32,70%	15,60%	45%
2030	428.971	48,35%	32,70%	15,65%	33%	48,70%	32,70%	16,00%	42%
2035	474.170	46,05%	32,70%	13,35%	31%	48,40%	32,70%	15,70%	41%
2040	505.542	42,30%	32,30%	10,00%	29%	47,00%	32,70%	14,30%	42%
2045	528.912	38,14%	28,14%	10,00%	28%	44,80%	32,70%	12,10%	43%
2050	552.000	34,44%	24,44%	10,00%	29%	41,4%	31,40%	10,00%	43%

Fonte: Elaborazioni su dati INPS e RGS (Ragioneria Generale dello Stato) 1999 relative al Fondo Pensione Lavoratori Dipendenti (FPLD).

- (1) Importi in miliardi di lire correnti. (2) e (3) L'aliquota di equilibrio e la contribuzione obbligatoria sono al netto del TFR.
- (4) Il Deficit, sia per l'INPS che per la RGS, è comprensivo della quota GIAS (10%), dal 2000 al 2050.
- (5) Il tasso di sostituzione è la media delle quattro categorie di pensione (Vecchiaia, Anzianità, Invalidità e Superstite).

Infatti, oggi la contribuzione obbligatoria pur avendo raggiunto il 40.4% del salario lordo (32.7% più il 7.7% del TFR) non è sufficiente a coprire l'aliquota di equilibrio del 52,7%. La rimanente quota del 12.3% è un deficit coperto con tasse generali a carico dell'intera collettività.

Se osserviamo la Tavola 4, *nel 2050, senza una riforma adeguata, l'amaro effetto sarà quello di una manciata di punti in meno nella contribuzione obbligatoria* (che, calcolata al netto del TFR^[4], scende da 32,7% a 24,44%, secondo stime INPS; o al 31,40%, secondo stime RGS che a noi sembrano più realistiche), *una lieve diminuzione del deficit ed un sostanziale taglio ai benefici* (misurati dal tasso di sostituzione).

4.4 Inizio del nuovo sistema pubblico a capitalizzazione in Italia

Abbiamo visto che in USA la transizione è facilitata dall'esistenza dei surplus e dall'aiuto di un grosso contributo governativo. In mancanza di queste condizioni, in Italia *l'utilizzo del TFR potrebbe essere l'insperato "Surplus" che, coprendo quel contributo supplementare necessario per sostenere il costo della transizione, permetterebbe il passaggio al nuovo sistema senza ulteriori sacrifici per i lavoratori*. In sintesi proponiamo di mandare almeno due terzi (5%) del TFR come contributo annuale al nuovo sistema pubblico obbligatorio, facilitando la transizione verso un più efficiente ed affidabile sistema finanziato con la capitalizzazione.

Sin dall'inizio il nuovo sistema a capitalizzazione funzionerà insieme al corrente sistema paygo che continua a raccogliere i contributi e pagare le pensioni promesse (con il sussidio governativo se

necessario).

4.5 Fasi funzionali del nuovo sistema pubblico a capitalizzazione

Il crescente surplus del nuovo sistema sarà usato: *i) per aumentare gradualmente la contribuzione iniziale al nuovo sistema fino al livello di equilibrio* (che per gli USA abbiamo calcolato intorno al 7%, mentre per l'Italia circa il 14%, TFR incluso), poi, *ii) parzialmente per pagare le pensioni ancora dovute dalla ripartizione, e iii) parzialmente per diminuire il deficit pensionistico* (caso dell'Italia e di tutti quei paesi dell'Unione Europea con analoga situazione).

Quando il nuovo sistema raggiunge la maturità (che richiede un numero di anni pari agli anni lavorativi più quelli di pensionamento), il contributo di equilibrio più gli interessi del capitale accumulato permetteranno al nuovo sistema di pagare tutte le pensioni promesse dal sistema paygo (e, nel caso dell'Italia, di restituire il TFR ai pensionati). A questo punto il sistema paygo ha terminato le sue funzioni, e può essere rimpiazzato dal nuovo sistema pubblico a capitalizzazione.

4.6 Payoff del nuovo sistema proposto

Il “miracolo” é possibile attraverso una graduale ma lenta transizione (non meno di 6-8 decadi) ed avviene senza aumentare i contributi o tagliare i benefici. *La contribuzione è drammaticamente ridotta* (per gli USA dal 12,70% a circa il 7%, per l'Italia dal 40,4%, TFR incluso, a circa il 14%, TFR incluso, *un sostanzioso taglio di quasi 2/3.*

4.7 Portabilità del portafoglio nel Mercato Europeo

Il nostro approccio di per sé conduce alla portabilità e diversificazione del portafoglio su estese aree del Mercato Europeo. I paesi Europei oltre a godere i vantaggi delle economie di scala e della diversificazione di portafoglio, avranno anche la possibilità di diminuire il rischio del deficit, tipico dei sistemi a ripartizione, grazie all'unione di diversi gruppi di partecipanti.

4.8 Nuova fiducia nei sistemi pubblici pensionistici

La struttura del nuovo sistema a capitalizzazione ricreerebbe fiducia nei sistemi pubblici pensionistici, specialmente ai giovani che oggi pensano che nel futuro per loro non ci saranno più benefici.

4.9 Il secondo pilastro del sistema previdenziale

Riguardo al secondo pilastro della previdenza complementare, trattandosi di risparmio volontario, *i lavoratori dovrebbero essere liberi di entrare in Fondi Aperti o di Categoria, ricevendo gli stessi benefici. Ogni partecipante dovrebbe avere il diritto di gestire personalmente il proprio fondo, e il diritto*

di autofinanziarsi un temporaneo investimento personale, sulla base di regole prefissate. Ovviamente, i contributi ai fondi dovrebbero essere esenti da tasse (in base a regole che fissano tetti e limiti). L'esenzione dovrebbe riguardare anche i rendimenti del capitale investito nel fondo; mentre, i benefici saranno soggetti ai criteri delle normative presenti nell'Unione.

5. Analisi e critica delle soluzioni alternative

Da tempo si discute sulla riforma dei sistemi paygo e nel tempo si è formata una vasta letteratura che suggerisce svariate soluzioni. Ai fini del nostro lavoro, ci concentreremo su quelle poche che hanno ricevuto la maggiore attenzione. Queste possono essere classificate in due categorie fondamentali.

La prima categoria di suggerimenti intende “salvare” l'attuale sistema della ripartizione cambiando tutte quelle regole necessarie per evitare, o sostanzialmente posporre, l'insolvenza che il sistema sta affrontando. Le *misure* considerate in questo gruppo includono *l'aumento della contribuzione, la diminuzione dei benefici, l'innalzamento degli standard dell'età di pensionamento, l'aumento di un'immigrazione* che, adeguatamente controllata in modo tale da non interferire con le politiche di disoccupazione, potrebbe aiutare a rialzare quei bassi tassi di dipendenza cambiando sostanzialmente la struttura della popolazione adulta.

Le ultime due misure potrebbero essere considerate anche con la nostra proposta di capitalizzazione al 100%, ma realisticamente da sole sono insufficienti a risolvere il problema. Inoltre, la prima misura non è accettabile considerato il già alto contributo obbligatorio che esiste in molti paesi Europei; mentre, il secondo sarebbe troppo impopolare per essere considerato, almeno che venga nascosto ai partecipanti. In più, anche se queste misure fossero in grado di farci superare l'immediata insolvenza, esse ci farebbero mantenere il finanziamento *paygo* che è di gran lunga inferiore a quello a capitalizzazione perché: *i) è inaffidabile* a causa della sua alta sensibilità ai cambiamenti della crescita economica e della popolazione; e, *ii) è prospetticamente più caro* per i partecipanti in previsione della diminuzione della crescita economica.

La seconda categoria di suggerimenti consiste nel passare ad un sistema a capitalizzazione (totale o parziale); ma con una accumulazione, realizzata con un meccanismo che, in pratica ed in teoria, è profondamente diverso dal nostro, ed è comunemente conosciuto con il nome di “Privatizzazione” del sistema previdenziale. Esso obbliga i partecipanti a trasferire i loro contributi obbligatori (o parte) dal sistema paygo a *portafogli personali*, normalmente gestiti da un fondo approvato dal governo. Al momento del pensionamento l'ammontare del conto è convertito in una annualità. Questa forma di capitalizzazione fu introdotta per la prima volta come un totale rimpiazzamento innovativo del paygo in Cile, coniano il termine di “privatizzazione” del sistema previdenziale (benché la sola cosa privatizzata è la gestione ed il rischio dei portafogli). La differenza fondamentale è che *il nostro approccio, con un fondo comune ed un rendimento garantito, risulta in un sistema a Benefici Definite (DB) con una relazione prevedibile tra contributi e benefici*; mentre, affidarsi a conti gestiti individualmente risulta inevitabilmente in un sistema a Contribuzione Definita (DC), dove la pensione, per dato contributo, è *una quantità aleatoria, un obbligatorio “gioco d'azzardo”* perché dipende dalla fortuna nella scelta dei managers o addirittura dalla data di nascita, che determina la data della conversione dei titoli del portafoglio in annualità. Il primo elemento è chiaramente indesiderabile in una società contraria al rischio. Il secondo elemento ha l'effetto indesiderato di creare disuguaglianze artificiali nella distribuzione del reddito. Inoltre, la risultante diversità delle pensioni, a parità di contribuzione, è

ulteriormente amplificata dai conti privati dove anche la pensione media è variabile ed incerta, al contrario nel nostro “fondo comune”, dove il rendimento è garantito, per lo meno per lunghi periodi, dal “swap” con il Tesoro, che ad un prezzo si assume la responsabilità di coprire gli shock del mercato. Un’ulteriore inferiorità dei portafogli personali è data dalla nota evidenza (si veda il caso del Sud America) che le commissioni pagate ai manager privati dei conti, specialmente conti piccoli, sono molto più alte rispetto al basso costo di gestione del nostro portafoglio comune indicizzato.

Queste considerazioni ci suggeriscono che l’approccio della capitalizzazione è da preferire alle tante proposte che sono a favore di un sistema misto, in parte a capitalizzazione e in parte paygo. In questo sistema, la contribuzione necessaria è una media ponderata delle contribuzioni richieste dai due sistemi, che a sua volta è inversamente proporzionale al “tasso di rendimento” di ciascun sistema.

La giustificazione principale a favore di un sistema misto risiede nell’assunzione che un portafoglio misto è più efficiente che non una sua sola componente. Ma questo non è vero quando una delle due componenti (quella a capitalizzazione) ha un rendimento fortemente più alto ed una varianza fortemente più bassa dell’altra (quella a ripartizione). In questo caso il miglior portafoglio consiste nella prima alternativa (la capitalizzazione).

Si deve infine notare che, la nostra analisi chiaramente implica che, se uno decidesse di adottare un sistema misto, la parte a capitalizzazione dovrebbe avere la forma della nostra capitalizzazione del tipo DB, il cui rendimento è certo e di gran lungo più alto del prevedibile tasso di crescita di reddito (reale). Quindi il tasso di rendimento cresce e il contributo richiesto scende monotonicamente quando la quota di capitalizzazione della combinazione tende a zero.

La Tavola 5, che segue, mette a confronto vantaggi e svantaggi della nostra soluzione con quelli dell’attuale sistema a ripartizione e delle “privatizzazioni” totali o parziali.

-
-
-

Tav.5 –Confronto tra il Sistema pubblico corrente, Soluzione del Team MIT e Sistemi “privatizzati”:

Vantaggi e Svantaggi

**Sistema
Pubblico
Corrente**

Soluzione del Team M.I.T.

**Sistemi
“Privatizzati”**

[**Fondo previdenza pubblico obbligatorio**

(uno o più fondi obbligatori);

[**Finanziamento del fondo: a ripartizione (paygo)**. L'ingegnoso meccanismo **non**

accumula i contributi ma li usa per pagare le pensioni correnti, **garantendo il tacito patto intergenerazionale**;

[Tipo: la maggioranza degli schemi in Europa è del tipo **DEFINED BENEFIT**. Per le riforme in corso, a regime, molti schemi saranno del tipo **DEFINED CONTRIBUTION**;

[Metodo di calcolo: tutti i paesi Europei, ad eccezione di due, a regime gradualmente saranno del tipo **CONTRIBUTIVO a ripartizione**. I contributi saranno allacciati ai salari medi dell'intera vita lavorativa. Sfortunatamente il rapporto contributi/benefici sarà variabile perché il rendimento implicito non è fisso ma rimane dipendente dall'attuale crescita del reddito.

SVANTAGGI

[**Fondo previdenza pubblico obbligatorio NF (Nuovo Fondo)**;

[**Finanziamento del fondo: ad accumulazione (funded), capitalizzato 100%**;

[Tipo: **REAL DEFINED BENEFIT**;

[**Garanzia del DEFINED BENEFIT con la tecnica dello "SWAP"** tra il nuovo sistema a capitalizzazione ed il Tesoro;

[Metodo di calcolo: **CONTRIBUTIVO ad accumulazione**:

1ª Fase: L'attuale PAYGO continua a raccogliere contributi e pagare pensioni. Entra in funzione il nuovo sistema a capitalizzazione comincia a "pagare" le pensioni che maturano in base ai contributi versati dai contribuenti. L'entità di questi "pagamenti" cresce rapidamente fino alla fase tre;

2ª Fase: Le pensioni "pagate" dal nuovo sistema a capitalizzazione non sono versate ai pensionati (che le ricevono dal sistema PAYGO) ma usate per aumentare il contributo iniziale al nuovo sistema a capitalizzazione al livello di equilibrio (che varia secondo le differenze degli attuali sistemi pensionistici Europei), mentre la parte rimanente, in continua crescita, è trasferita al sistema PAYGO per ridurre gradualmente la sua contribuzione originaria;

3ª Fase: Dopo diverse decadi il nuovo sistema a capitalizzazione raggiunge la maturità. A quel punto i trasferimenti al PAYGO sono uguali alle pensioni da pagare. I contributi PAYGO si azzerano e il PAYGO è sostituito dal nuovo sistema a capitalizzazione, con un contributo ridotto di almeno 2/3 rispetto

[**Fondo previdenza "privatizzato" obbligatorio**;

[**Finanziamento del fondo: ad accumulazione (funded) capitalizzato interamente o parzialmente** (sistema misto),

[tipo: **DEFINED CONTRIBUTION**;

[Metodo di calcolo: **CONTRIBUTIVO ad accumulazione**;

SVANTAGGI dei sistemi "PRIVATIZZATI"

[Nessuna garanzia dei benefici ottenibili col pensionamento perché dipende dalla performance del portafoglio;

[**Il rischio, a carico dei partecipanti, è ingente** a causa dello schema DC, creando disuguaglianze nella pensione a parità di contribuzione per quella parte dovuta a differenze di rendimento di portafoglio;

[**Il sistema è meno efficiente perché il risparmio obbligatorio è investito** in piccoli portafogli diversificati individuali gestiti da

Del sistema corrente al contributo originale(per i dettagli della proposta USA vedi SWP # 4051 revisione maggio 2000, della proposta Italia vedi articolo “Il futuro possibile” # 3 aprile 1999).

managers privati **a costi molto elevati** (in Sud America sono lievitati sino al 20% delle contribuzioni);

[**Il sistema è inefficiente** perché il risparmio obbligatorio è usato per finanziare le pensioni, quindi in sostanza il consumo;

VANTAGGI della soluzione del Team M.I.T.

[**Difficile e troppo caro offrire** in uno schema DC pensioni indicizzate;

[**Il sistema è insolvente** perché i contributi degli attivi non sono sufficienti a pagare le pensioni correnti;

[**Il sistema è efficiente** perché il risparmio obbligatorio è usato per finanziare gli investimenti produttivi quindi contribuisce ad aumentare il risparmio nazionale e lo stock di capitale. Il reddito del fondo contribuisce a coprire il costo delle pensioni;

[**Il contributo di equilibrio è molto elevato;**

[**La progressività è difficile.**

[**Il contributo di equilibrio rimane elevato**, perché mantenendo a regime il paygo, l'alto costo è stimato oltre il 25% del salario lordo(+ il TFR) con una forte riduzione dei benefici;

[**Il nuovo sistema a capitalizzazione investe il suo capitale, risparmio obbligatorio e suo rendimento accumulato in un portafoglio diversificato indicizzato** composto da tutti i titoli Europei quotati in borsa, gestito dal Governo. Il portafoglio è formalmente posseduto ed investito dal nuovo sistema a capitalizzazione;

ULTERIORI SVANTAGGI delle “PRIVATIZZAZIONI PARZIALI” (sistemi misti)

[**Sono riforme “monche”** perché si fermano a mezza strada e perdono una importante porzione dei vantaggi del sistema ad accumulazione;

[**Il contributo richiesto per dati benefici è instabile** perché dipende in buona misura dalla struttura della popolazione e dalla crescita della produttività; i pesanti ed inevitabili

[**Il sistema è solvente** perché l'accumulazione del risparmio obbligatorio (contributi + rendimento fisso reale) garantisce l'erogazione della pensione;

[**Il contributo di equilibrio è ancora più alto** rispetto a quello **delle privatizzazioni totali.**

aggiustamenti: a) riducono i benefici, e b) non offrono una soluzione permanente e definitiva;

[**Il contributo di equilibrio è ridotto**, un sostanzioso taglio ai contributi di almeno 2/3, perché la capitalizzazione si sostituisce al paygo;

[**La struttura del nuovo sistema garantisce stabilità al sistema pensionistico**, è indipendente dalla popolazione e relativamente indipendente dalla crescita della produttività;

[**Mancanza di fiducia nella Social Security** specialmente nei giovani che oggi

[**Real DB sono garantiti da un SWAP tra**

pensano che per loro il nuovo sistema e **Tesoro** per il quale il non ci saranno benefici. **rendimento di mercato incerto del suo portafoglio è scambiato con un tasso fisso di interesse reale;**

VANTAGGI

Del sistema corrente

[La [progressività è possibile

[**Il rischio è a carico dello Stato** in virtù dello schema DB.

[**Il rischio è a carico dello Stato** in virtù dello schema DB;

[**Creazione di nuova fiducia;**

[**Potrebbe permettere ai partecipanti di attingere al proprio risparmio per prestiti temporanei**, così come avviene in USA con i noti piani pensione 401(K);

[**“Privatizzazione” di alcune funzioni del risparmio obbligatorio** dando alle imprese la possibilità di offrire loro **fondi pensione purché garantiscano benefici in concorrenza con quelli del nuovo sistema.**

[**La progressività è possibile.**

6. Conclusione

6.1 Dal 2000 al 2050

La conclusione è che una soluzione razionale di lungo periodo al problema di come finanziare le pensioni pubbliche in un futuro prevedibile è quella di affidarsi interamente ad un sistema del tipo “Fondo Comune a Prestazioni Definite” (FCPD), del tipo che noi proponiamo.

Le uniche domande che rimangono ancora aperte riguardano i metodi ed i tempi della transizione. La risposta a queste domande può essere data solo in un contesto istituzionale specifico (come già abbiamo fatto per gli USA e per l'Italia).

La decisione di realizzare una riforma comune Europea della previdenza sociale è urgente ora. Proprio in questo momento all'Europa si offre l'opportunità unica per intraprendere riforme coordinate che risultino in un sistema pensionistico pubblico comune riducendo contemporaneamente l'elevata contribuzione obbligatoria. Agire ora significa che i lavoratori del 2050 ci ringrazieranno per il nostro temerario coraggio.

7. Bibliografia

Diamond P. (1999). Investing in Equities – The linear case. *Center for Retirement Research Working Paper*, 1999.

Feldstein M. (1997). Transition to a Fully Funded Pension System: Five Economic Issues. *NBER Working Paper No. 614-9*, 1997.

Heller P. (1998). Rethinking Pension Reform Initiatives. *IMF Working Paper*, April 1998.

Modigliani F. (1966). The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and Supply for Capital, ed. *Social Research No. 2*

Modigliani, F. e Ceprini, ML. (1998a). Fondi Pensione: L'Italia è sulla strada sbagliata. Ed. *Il Sole 24 Ore*, Febbraio 19, 1998.

----- (1998b). Social Security: una proposta per l'Italia, *Economia Italiana*, Rivista Quadrimestrale, Anno 1998, Numero 2, Maggio-Agosto, 275-305.

----- (1998c). Un graduale cambiamento dalla ripartizione alla capitalizzazione. Ed. *Il Sole 24 Ore*, Dicembre 17, 1998.

----- (1998d) "Riforma della Social Security, una proposta per l'Italia", *Rivista delle condizioni economiche in Italia*. Ed. *Banca di Roma*, No 2, 1998, 177-201.

----- (1999a). Sistemi pensionistici a confronto: proposte per l'Italia. Atti del seminario tenuto presso la Banca di Roma con l'Università di Roma, Giugno 1999.

----- (1999c). Come salvare I rendimenti e diminuire I contributi. *Il Corriere della Sera*, Settembre 1999.

----- (2000). Welfare, The solution is In Europe. Unfortunately, the Government burns the TFR and postpones the pension reform. *Il Sole 24Ore*, February 17, 2000.

----- (2000a).). "La Riforma del Sistema Previdenziale, Un Patto tra le Generazioni, Una Sfida per il Paese". Saggio pubblicato negli atti della conferenza tenuta presso la *Confcommercio* (Marzo 2000).

Modigliani F., Ceprini ML., e Muralidhar A. (1999-2000b). A solution to the Social Security crisis from a MIT Team, *Sloan Working Paper 4051* – Maggio 2000 (Quarta revisione).

----- (1999b). Il futuro possibile. *Realtà*, Maggio-Giugno, No. 3, 1999.

Poterba J. (1998). "The rate of return to Corporate Capital and Factor Shares. Carnegie Rochester Conference on Public Policy, No. 48, 1998.

Rivista di Politica Economica vol. XC Luglio-Agosto 2000 "Il Nuovo Welfare in Europa: Disoccupazione e previdenza"

[1] Una sintesi del progetto è stata presentata da Marialuisa Ceprini all'Audizione presso la "Commission's Broad Guidelines of the Economic Policies of the Member States and of the Community" del Parlamento Europeo, Martedì 4 Aprile 2000, Bruxelles. Gli Autori desiderano ringraziare la Ragioneria Generale dello Stato per la disponibilità dei dati ricevuti durante la stesura del presente lavoro.

[2] Modigliani (1966).

[3] Sarebbe interessante conoscere la contribuzione obbligatoria della Grecia che deve mantenere un tasso di sostituzione del 120%.

[4] Attualmente è ferma in Parlamento la proposta di legge sull'utilizzo del TFR, che ci auguriamo non passi. In pratica, il Governo vorrebbe trasferire tutto il TFR (contributo obbligatorio che l'industria accantona per conto del lavoratore e usa temporaneamente come autofinanziamento) alla previdenza complementare. Fino ad ora, la Legge 164, aveva predisposto il passaggio di solo 1/3 (circa il 2,50%) con la speranza di lanciare i fondi complementari, senza considerare che questi non potevano, e non possono, partire adeguatamente a causa dell'iniqua pressione fiscale e dell'alta contribuzione obbligatoria (tema che abbiamo dettagliatamente discusso nell'articolo "Fondi pensione: l'Italia sbaglia strada" sul *Il Sole 24 Ore* No. 49, Febbraio 1998).