

Note sulla previdenza integrativa*

di **Roberto Artoni e Alessandra Casarico**

In corso di pubblicazione su: GE-Diritto ed Economia dello Stato Sociale, 2003, n. 7-8

Sintesi

Questo lavoro riconsidera i cambiamenti principali che hanno interessato i sistemi pensionistici di Regno Unito, Stati Uniti e Svezia, con un breve cenno all'Italia, per capire quanto del modello di capitalizzazione pura, privata e sostitutiva proposto con la riforma cilena all'inizio degli anni Ottanta sia presente negli schemi pensionistici di questi paesi. Valuta inoltre se i benefici astrattamente attribuiti a questa tipologia di sistema –maggiore risparmio e rendimento, copertura più ampia e sviluppo del mercato dei capitali- siano riscontrabili nell'esperienza fin qui accumulata.

Abstract

This article reviews the main changes in the pension systems in United Kingdom, United States and Sweden, briefly touching upon Italy, to understand the extent to which pension schemes in these countries have been affected by the private fully-funded system implemented in Chile at the beginning of the 1980s to replace the previous pension scheme. Moreover, it investigates whether in the experience of these countries there is any evidence of the benefits attributable to such system, i.e. increased savings and returns, wider coverage and capital development.

Sommario:

1. Introduzione 2. Il modello cileno 3. L'influenza del modello cileno 4. Gli effetti della capitalizzazione 5. Conclusioni

1. Introduzione

L'evoluzione dei sistemi pensionistici è caratterizzata da alcune date storiche. Dopo l'introduzione delle assicurazioni sociali nella Germania di Bismarck, l'approvazione del *Social Security Act* negli Stati Uniti durante la Grande Depressione e la riforma di Beveridge nell'Inghilterra del dopoguerra, l'introduzione in Cile nel 1981 di un sistema pensionistico a capitalizzazione, obbligatorio, privatamente gestito, sostitutivo di quello pubblico a ripartizione rappresenta l'ultima tappa significativa. Alla riforma cilena sono seguite, in numerosi paesi, riforme dei sistemi di sicurezza sociale che ne hanno accolto, in varia misura, i principi ispiratori.

Dopo oltre vent'anni da quella data è legittimo chiedersi a che punto siamo arrivati nella ridefinizione degli assetti di base dei sistemi pensionistici, in particolare nei paesi sviluppati, e quanto della radicalità della proposta cilena sia sopravvissuto nelle riforme realizzate in questo arco di tempo. Il fatto stesso che il titolo di quest'articolo utilizzi il termine "integrativo" lascia intuire che il sovvertimento dei principi tradizionali non è stato così completo.

In questo lavoro tentiamo di rileggere i cambiamenti principali che hanno interessato i sistemi pensionistici di Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, con un breve cenno all'Italia, evidenziando quanto del modello di capitalizzazione pura, privata, sostitutiva sia rimasto nelle riforme realizzate in questi paesi e di valutare se i benefici astrattamente attribuiti a questa tipologia di sistema siano in qualche misura riscontrabili nell'esperienza fin qui accumulata.

* Maggio 2003.

2. Il modello cileno

Nel 1981 fu introdotto in Cile un sistema pensionistico a capitalizzazione, basato su conti individuali gestiti da fondi pensione privati, sostitutivo del precedente sistema pubblico a ripartizione. Con l'eccezione dei lavoratori autonomi, per i quali la partecipazione è facoltativa e tuttora molto bassa, la partecipazione al sistema riformato è obbligatoria per tutti i nuovi lavoratori.

I benefici che i fautori della riforma associavano alla realizzazione di un sistema privato a capitalizzazione erano numerosi: il potenziale aumento di risparmio e l'impulso allo sviluppo del mercato dei capitali, promosso dalle maggiori risorse disponibili e dalla presenza di nuovi intermediari finanziari, erano i primi vantaggi attesi. Seguivano i maggiori rendimenti che la capitalizzazione sembrava promettere rispetto al sistema a ripartizione. A questi benefici si aggiungeva la maggiore efficienza garantita da modalità di calcolo della pensione basate sui contributi effettivamente versati. Lo stretto legame tra contributi e prestazioni si riteneva potesse garantire due risultati: da un lato la riduzione delle distorsioni sulle scelte di risparmio, di offerta di lavoro e di partecipazione al mercato formale, con risvolti positivi sull'estensione della copertura del sistema. Dall'altro, l'isolamento della componente redistributiva o assistenziale, che rimaneva sotto la responsabilità dell'operatore pubblico in un quadro di trasparenza. L'idea che un sistema a capitalizzazione fosse meno soggetto a manipolazioni politiche, e quindi tendenzialmente immune da un uso inappropriato dei fondi destinati a finalità previdenziali, chiudeva la lista dei vantaggi del sistema introdotto con la riforma.

La riforma cilena non è unicamente il risultato e la risposta a circostanze specifiche al contesto economico e politico del Cile all'inizio degli anni Ottanta. E' piuttosto una testimonianza del diffondersi di nuovi "valori" nella costruzione di un sistema pensionistico: la neutralità nei confronti delle principali decisioni prese dagli agenti economici e l'individualità, proprietà e responsabilità di scelta sulle risorse destinate alla previdenza sono caratteristiche pienamente incarnate nel modello cileno, la cui affermazione segna un importante cambiamento di prospettiva nell'analisi della funzione e del ruolo dei sistemi di previdenza. Questi non sono più visti come un meccanismo di assicurazione sociale i cui effetti macroeconomici e distributivi sono genericamente desiderabili, ma come uno strumento di risparmio che, in un'ottica tipicamente individuale, consente di trasferire risorse lungo l'arco vitale. Neutralità e individualità non sono più considerate un "limite", ma obiettivi da conseguire nella definizione dei cardini di un sistema pensionistico.

Questa nuova impostazione può essere spiegata dal concorso di più ragioni: da un lato si è modificato il quadro teorico di riferimento. Il paradigma di mercati perfettamente concorrenziali ed efficienti e di agenti razionali e massimizzanti ha marginalizzato la possibilità di fallimenti di mercato che giustifica sul piano di efficienza la presenza di sistemi pensionistici pubblici a ripartizione. Dall'altro è cambiato il quadro economico e demografico prevalente: il rallentamento della crescita, l'invecchiamento della popolazione e gli specifici problemi di sostenibilità finanziaria dei sistemi pensionistici hanno portato inizialmente ad un rifiuto del modello tradizionale nel suo complesso e ad un tentativo di abbandono del medesimo. Quanto ci si è effettivamente allontanati da esso?

3. L'influenza del modello cileno

In nessun paese si osserva un'applicazione integrale del modello cileno. Nei paesi dell'America Latina, dove l'influenza della riforma cilena è stata maggiore, diversi sono

stati gli allontanamenti dalla sua radicalità. In Perù l'adesione al sistema a capitalizzazione privato è su base volontaria; in Argentina e Colombia i contributi da parte del datore di lavoro non sono stati eliminati; in tutti e tre i paesi le possibilità di passare da un fondo pensione ad un altro in corso d'anno sono state limitate.

Nei paesi sviluppati l'acceso dibattito che è scaturito e ha accompagnato l'esperienza cilena ha portato ad un ripensamento del modello tradizionale e all'adozione o allo sviluppo di istituti riconducibili al modello cileno. Nei paragrafi che seguono descriviamo brevemente gli aspetti per noi rilevanti dei sistemi pensionistici di Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, con un breve cenno all'Italia, evidenziando quanto del modello di capitalizzazione pura, privata, sostitutiva sia presente nelle riforme realizzate in questi paesi.

3.1 Regno Unito

La costruzione previdenziale pubblica del Regno Unito è ancora dominata dall'impostazione di Beveridge, secondo cui compito dello Stato è di assicurare una pensione di base uguale per tutti, a parità di storia contributiva individuale.

L'incoercibile aspirazione, riconoscibile in tutti i paesi del mondo, a commisurare i trattamenti pensionistici al reddito percepito nella fase finale della vita ha portato comunque all'introduzione di due meccanismi correttivi della scelta egualitaria di fondo. Da un lato, si sono diffuse per i dipendenti delle grandi imprese e per quelli pubblici forme pensionistiche in cui la prestazione è tipicamente calcolata sulla base del principio del beneficio definito (una certa percentuale del salario finale); dall'altro, a partire dal 1978 è stata introdotta una seconda componente pensionistica pubblica, sempre a ripartizione, con la quale si garantisce un trattamento pensionistico legato alla storia reddituale individuale (SERPS). Deve essere sottolineato che l'introduzione di questa seconda componente è stata giustificata con l'esigenza di garantire a tutti i cittadini, e non solo a coloro che erano collocati in una particolare posizione occupazionale, una pensione compatibile con il mantenimento del tenore di vita nella fase successiva al pensionamento.

Il sistema previdenziale pubblico ha subito una radicale riforma con l'avvio nel 1988 delle *personal pensions*, conti individuali a capitalizzazione privatamente gestiti, introdotti con lo scopo di sostituire sia il secondo pilastro pubblico (di cui è stata progressivamente ridotta la portata), sia in prospettiva le pensioni aziendali a beneficio definito, oltre che di incentivare il risparmio individuale¹.

E' evidente che la riforma del governo conservatore inglese riproduce in buona misura il modello cileno, anche se si distingue per il carattere di volontarietà che lo caratterizza nella fase del finanziamento al di là di un livello di contribuzione molto limitato. Infatti i contributi possono derivare o dal *contracting out* dalla previdenza pubblica (pari al 4,6% del reddito) o da versamenti individuali, limitati al 20% del reddito per chi ha meno di 35 anni e al 40% per chi ha più di 61 anni. La parte corrispondente ai contributi stornati dalla previdenza pubblica deve essere trasformata in rendita; la parte che deriva da versamenti volontari può essere percepita sotto forma di capitale, anche prima dell'età di pensionamento.

In termini essenziali, il modello inglese, quale si sta progressivamente formando, sembra essere improntato all'idea che, al di là di una pensione minima erogata dallo Stato (che tenderà a collocarsi intorno al 20% del reddito medio), la costituzione di una pensione adeguata è una scelta individuale, del tutto assimilabile al normale risparmio, se non fosse per le rilevanti agevolazioni fiscali associate agli accantonamenti previdenziali.

¹ Per una descrizione della recente evoluzione del sistema pensionistico inglese, si veda D. Blake (2002).

Nonostante sia difficile affermare che il modello di previdenza cileno e il modello inglese coincidano, soprattutto per la maggiore articolazione dell'offerta di prestazioni da parte di quest'ultimo e la maggiore attenzione alle fasce più disagiate, è innegabile che i due condividano l'approccio secondo cui è responsabilità individuale la predisposizione di un reddito adeguato per la vecchiaia.

3.2 Stati Uniti

Negli Stati Uniti il sistema previdenziale ha una struttura analoga a quella inglese, potendosi distinguere sia una componente pubblica, sia una componente privata suddivisa a sua volta in una parte a contribuzione definita e in una a beneficio definito. Per la parte pubblica si può osservare che la *social security* garantisce trattamenti lievemente superiori a quelli inglesi. Per chi si pensiona a 65 anni il tasso di sostituzione è pari al 53% per un reddito che sia sempre stato pari al 45% del salario medio e al 39% per un reddito corrispondente al salario medio.

Anche negli Stati Uniti la previdenza privata è nata dapprima nella forma a beneficio definito per poi adottare, negli ultimi quindici anni, la contribuzione definita.²

La previdenza privata è in linea generale integrativa di quella pubblica e non sostitutiva. I fondi a beneficio definito coprono tipicamente la popolazione operante nei settori protetti, per dimensioni delle imprese o per sindacalizzazione. I fondi a contribuzione definita sono invece tipici dei settori produttivi meno strutturati.

La crescita della previdenza privata si è verificata negli ultimi anni attraverso i cosiddetti fondi 401(k), nei quali è riconoscibile l'elemento di volontarietà tipico delle scelte previdenziali del mondo anglosassone nell'ultimo ventennio. Esiste un massimo di contribuzione individuale pari nel 2003 a 12000 dollari, cui si possono aggiungere i versamenti del datore di lavoro che in genere non superano il 6% della retribuzione³.

Gli Stati Uniti sono certamente il paese in cui il dibattito accademico e politico sulla riforma della sicurezza sociale è più avanzato. L'attenzione e l'entusiasmo inizialmente rivolti alla capitalizzazione privata come sostitutiva della ripartizione pubblica hanno lasciato spazio, con alcune voci autorevoli tuttora discordi⁴, all'analisi delle potenzialità della capitalizzazione come strumento di integrazione dei sistemi pubblici a ripartizione. Il ruolo integrativo della componente a capitalizzazione individuale, come abbiamo già osservato, consente che l'adesione ad essa sia volontaria, il che contempera la maggiore assunzione di rischi connaturata ad un sistema a capitalizzazione, e lascia spazio al perseguimento di obiettivi redistributivi mediante il pilastro pubblico.

Da queste osservazioni emerge come la scelta di ampliare la componente a capitalizzazione nella previdenza sociale americana non sia necessariamente associata ad una riduzione di responsabilità dell'operatore pubblico in questo ambito. Questa considerazione sembra ulteriormente rafforzata dal superamento, nell'ambito del dibattito statunitense, dell'associazione tra capitalizzazione e privatizzazione: la prima può essere realizzata non solo da fondi pensione indipendenti oppure legati in vari modi al datore di lavoro, ma anche mediante un unico *trust fund* organizzato su base collettiva, che garantirebbe un consistente coinvolgimento dell'operatore pubblico anche nel pilastro a capitalizzazione.

² Nel 1998 su un totale di 273 miliardi di dollari di prestazioni previdenziali private, 162 provenivano dai fondi a contribuzione definita. Si veda anche la Tabella 1.

³ Si veda A.H. Munnell-A. Sundén (2001).

⁴ I termini del dibattito in corso negli Stati Uniti sono sintetizzati in P.A. Diamond (1999 e 2002) e M. Feldstein-J.B. Liebman (2002).

3.3 Svezia e Italia

L'obiettivo di collegare strettamente la prestazione pensionistica ai contributi versati dal lavoratore direttamente o dal datore di lavoro, può essere perseguito anche nel quadro di un sistema a ripartizione: in quest'ottica possiamo rileggere sia la riforma svedese sia quella italiana, dove modalità contributive di calcolo della pensione pubblica a ripartizione hanno sostituito le tradizionali formule retributive. Questa non è certamente stata l'unica finalità dell'abbandono del sistema retributivo. Ad essa si affianca il tentativo di controllo della dinamica della spesa pensionistica a fronte dei cambiamenti economici e demografici in corso: il passaggio ad un sistema contributivo consente infatti un contenimento della spesa pubblica, grazie ad una riduzione delle prestazioni per i titolari di redditi con dinamiche elevate. E' corretto comunque affermare che l'equità attuariale è stata una delle caratteristiche principali che si è voluto attribuire ai sistemi riformati.

Oltre alla trasformazione da retributivo a contributivo del sistema pubblico a ripartizione, la riforma svedese ha anche introdotto un pilastro obbligatorio a capitalizzazione a contributi definiti, finanziato da un prelievo pari al 2,5% del salario: pur essendoci piena libertà di scelta del gestore cui affidare l'investimento, c'è una forte centralizzazione nella fase di raccolta dei contributi ed erogazione delle prestazioni, con effetti positivi sul contenimento dei costi e quindi sui rendimenti netti potenzialmente conseguibili⁵.

In Italia una forma particolare di previdenza integrativa esiste da molti anni sotto forma di Trattamento di fine rapporto. Le due caratteristiche essenziali, che rendono quest'ultimo profondamente diverso dai modelli anglosassoni, sono l'accumulazione presso l'impresa in cui opera il beneficiario e la corresponsione sotto forma di capitale.

La prima caratteristica esclude l'impiego nei mercati finanziari dei fondi accantonati, risolvendosi in un meccanismo di finanziamento di tutte le imprese. La seconda caratteristica è invece solo parzialmente riconoscibile negli Stati Uniti e nel Regno Unito, esistendo comunque in questi paesi ampie possibilità di ottenere la corresponsione del montante contributivo sotto forma di capitale.

In Italia è in corso d'esame una proposta che tende a far confluire obbligatoriamente il Trattamento di fine rapporto a fondi pensione a capitalizzazione a contributo definito: si noti che la destinazione ai fondi pensione si aggirerebbe intorno al 7% della retribuzione, una percentuale certamente consistente anche in termini comparativi.

4. Gli effetti della capitalizzazione

Dopo vent'anni dalla riforma cilena è possibile formulare le prime valutazioni sull'effettivo conseguimento dei vantaggi che un sistema di previdenza fondato sui conti individuali a capitalizzazione avrebbe dovuto garantire. Nella seconda parte di queste note raccogliamo alcune osservazioni, tratte essenzialmente dall'esperienza di Regno Unito e Stati Uniti, sugli effetti della previdenza integrativa sulla copertura della popolazione, sui rendimenti ottenuti, sul risparmio e sullo sviluppo del mercato dei capitali.

4.1 La copertura

Nelle intenzioni del governo inglese la previdenza individuale a capitalizzazione avrebbe dovuto diventare lo strumento fondamentale di protezione per la vecchiaia, al di là della garanzia di un livello minimo di reddito proveniente dal settore pubblico.

I dati riferiti al 1996 (che comunque non deformano la realtà corrente) indicano che 5,5 milioni di lavoratori dipendenti, cui si aggiungevano 1,5 milioni di lavoratori autonomi,

⁵ E. Palmer (2002).

avevano aderito alle *personal pensions*. I lavoratori dipendenti coperti dalle forme a capitalizzazione individuale erano pari al 15% della popolazione di riferimento. Se si tiene presente che nell'anno fiscale d'introduzione di queste pensioni, il 1988-89, tale percentuale era pari al 13% e che il massimo è stato raggiunto nel 1991-92 con il 18%, si ha l'impressione che l'intenzione del governo inglese di spostare una larga parte dei lavoratori su questo schema non sia stata realizzata. Nello stesso periodo la percentuale di partecipanti a schemi occupazionali è scesa dal 41 al 35%⁶. Questi dati sembrano piuttosto indicare che si sia verificato un riflusso, volontario o forzoso, verso una copertura costituita esclusivamente da pensioni pubbliche. A ciò ha anche contribuito la decisione del governo Thatcher di eliminare l'obbligatorietà per tutti i dipendenti dell'adesione ai piani pensionistici aziendali. Le tendenze di fondo non si sono certamente modificate negli anni successivi al 1996, data la propensione dei datori di lavoro a ridimensionare i piani pensionistici aziendali.

Negli Stati Uniti, con riferimento al 1998, su una platea potenziale di 108 milioni di lavoratori la copertura, misurata dalla somma di un piano primario o a beneficio definito o a contribuzione definita era pari al 48%; 18 milioni di lavoratori godevano poi di una copertura addizionale, costituita da un fondo pensione a contribuzione definita aggiuntivo a quello primario [Tab.1].

Il tasso di copertura complessivo, vicino al 50%, risulta essere poco variato rispetto a quelli registrati nel 1980 e nel 1990: la costanza della partecipazione ai fondi complementari associata alla modestia delle erogazioni della *social security* hanno fatto sorgere molti dubbi sull'adeguatezza del risparmio previdenziale nei decenni futuri⁷.

Possono essere avanzate molte spiegazioni del modesto tasso di copertura della previdenza integrativa riscontrabile in un periodo caratterizzato, fino al 2000, da una fortissima crescita dei corsi azionari, che di per sé avrebbe dovuto favorire l'adesione a questi schemi.

Nel Regno Unito alcuni disinvolti comportamenti degli intermediari finanziari preposti alla "vendita" delle pensioni hanno certamente influito sull'evoluzione delle adesioni che, come abbiamo visto, hanno cominciato a diminuire dal 1992. Negli Stati Uniti le specifiche scelte delle imprese determinano in buona misura la diffusione della previdenza integrativa nella forma a beneficio definito e in quella a contributo definito. Non sempre le imprese mettono a disposizione dei loro dipendenti o un fondo pensione aziendale o un fondo 401(k) e non sempre è previsto un concorso dell'impresa nel finanziamento dello schema⁸.

In linea generale si può comunque dubitare che sia possibile costruire un sistema pensionistico sufficientemente articolato ed adeguato in termini di prestazioni, facendo leva esclusivamente sulle contribuzioni volontarie dei futuri beneficiari.

In estrema sintesi il dubbio, peraltro essenziale, riguarda l'effettiva possibilità per larga parte dei percettori di reddito di accettare riduzioni del salario corrente al fine di costituire una posizione previdenziale. Molte indagini indicano sia che il livello medio del risparmio delle famiglie americane è basso, sia che molte famiglie non risparmiano affatto. E' difficile pensare che questi comportamenti siano il frutto di una qualche forma di miopia e non piuttosto il frutto d'insuperabili circostanze famigliari e reddituali⁹.

⁶ Department of Social Security, *Social Security Statistics*, 1999, p. 320.

⁷ Munnell, cit., p.25.

⁸ Munnell, cit., p.3.

⁹ A. Lusardi-J. Skinner-S. Venti (2001).

Tabella 1

Numero di piani pensionistici, assets, contributi e prestazioni per tipo di piano (1998).

Tipo di piano	Numero	Assets	Contributi	Prestazioni
A prestazione definita	56	\$1,937,000	\$35,000	\$111,000
A contribuzione definita	674	\$ 2,085,000	\$167,000	\$162,000
di cui 401(k) e affini	543	\$1,764,000	\$147,000	\$137,000
Totale	730	\$4,022,000	\$202,000	\$273,000

Anno	lavoratori	Lavoratori coperti da un piano primario a prestazione definita		Lavoratori coperti da un piano primario a contribuzione definita	
		Numero	%	Numero	%
1980	78,349	29,736	38	6,203	8
1990	94,772	26,323	28	16,116	17
1998	108,34	22,972	21	29,139	27

Fonte: Department of Labor, Private Pension Plan Bulletin, *Highlights from the 1998 Form 5500 Reports*, 2002.

Da questa incapacità di risparmio individuale, o di rinuncia a parte del reddito da lavoro, discendono anche gli evidenti effetti redistributivi dei sistemi pensionistici integrativi (sia a beneficio definito, sia a contributo definito): come si vede dalle tabb. 2 e 3, i trattamenti pensionistici, o occupazionali o individuali, tendono a concentrarsi nei quintili di reddito più elevati. Negli Stati Uniti nei nuclei familiari con componenti di età superiore ai 65 anni le pensioni private incidono per il 30% nei due quintili di reddito più elevati; nelle due fasce più basse l'incidenza è dell'ordine del 5%. Nel Regno Unito il reddito medio settimanale dei pensionati appartenenti al secondo quintile era pari nel 2000 a 115 sterline, 95 dei quali provenivano dai programmi pubblici e 13 dalle pensioni occupazionali; nel quintile più elevato, al reddito medio di 338 sterline contribuivano le pensioni private per 110 sterline e i trasferimenti pubblici per 129.

Nei quintili più elevati rientrano evidentemente gli individui in grado di destinare parte del reddito a fini previdenziali o in condizione di ottenere dal datore di lavoro pubblico o privato direttamente o indirettamente i necessari finanziamenti.

Tabella 2: Incidenza delle pensioni private per quintile del reddito (1998).

<i>Quintili di reddito</i>	<i>%</i>
V	29,8
IV	28,1
III	16,1
II	3,3
I	3,3

Fonte: Munnell, A. H. e A. Sunden (2001)

Dati basati su Current Population Survey

Nel caso inglese può essere individuata un'ulteriore conseguenza dello spostamento dalle pensioni pubbliche alle forme pensionistiche private. La riduzione della copertura pubblica a livelli minimi ha provocato diffusi fenomeni di povertà fra gli anziani, cui si è risposto con l'introduzione di numerosi programmi assistenziali a carico del bilancio pubblico. Secondo dati recenti, il 37% dei pensionati inglesi è infatti sottoposto alla prova dei mezzi; la spesa pubblica assistenziale si colloca poi a livelli molto più elevati di quella italiana¹⁰.

Tabella 3: Componenti del reddito medio settimanale dei pensionati per quintile della distribuzione del reddito, Regno Unito, 1999-2000 (sterline)

	quintili					media
	I	II	III	IV	V	
reddito lordo	82	115	139	178	338	171
di cui:						
trasferimenti pubblici	74	95	111	121	129	106
pensioni occupazionali	4	13	20	42	110	38
redditi da capitale	4	6	5	11	63	18
redditi da lavoro		1	2	3	31	7
altri redditi		1		1	5	1

Fonte: Department for Work and Pensions, The Pensioner's Income Series 1999/2000, tab. 14, p.55

4.2 Rendimenti e rischi

Il secondo argomento forte a favore della previdenza integrativa a capitalizzazione riguarda il rendimento potenzialmente molto elevato conseguibile con l'investimento dei contributi previdenziali sui mercati azionari. Elevati rendimenti sono poi compatibili con la riduzione dei contributi obbligatori; d'altro canto, gli elevati rendimenti inducono un aumento del risparmio volontariamente destinato alla previdenza, secondo lo schema delineato nel paragrafo precedente.

Un rendimento elevato dell'investimento sui mercati azionari può portare a "pensioni attese" molto elevate, anche destinando ai conti individuali una quota relativamente

¹⁰ Per un'analisi della spesa per previdenza e assistenza nei maggiori paesi europei si veda R. Artoni-A. Casarico (2001).

ridotta del salario. Questo punto può essere esemplificato facendo riferimento alla riforma svedese, dove la contribuzione complessiva, il 20,5% del salario, viene destinata per il 16% al sistema pubblico a ripartizione e per la parte residua (in cui confluiscono sia la componente obbligatoria, sia quella contrattuale) al finanziamento della componente a capitalizzazione. Come si vede dalla Tab.4, se il reddito individuale e quello medio crescono al 2% all'anno, un rendimento del fondo a capitalizzazione del 2% garantisce a 65 anni un tasso di sostituzione complessivo, da ripartizione e capitalizzazione, del 50%. Un rendimento pari all'8% fa salire il tasso di sostituzione complessivo all'86%.

Tabella 4: Svezia, Tasso di sostituzione complessivo

età	RIPARTIZIONE primo pilastro pubblico (16%)		CAPITALIZZAZIONE secondo pilastro pubblico (2,5%) e occupazionale (2%)			TOTALE	
		rend.2%	rend. 5%	rend.8%	rend.2%	rend. 5%	rend.8%
62	0,33	0,09	0,17	0,35	0,42	0,50	0,68
65	0,39	0,11	0,22	0,47	0,50	0,61	0,86
68	0,47	0,13	0,27	0,63	0,60	0,74	1,10

Fonte: Palmer (2000)

Le proiezioni ottimistiche sul rendimento del sistema a capitalizzazione riflettono, o sembrano riflettere, l'evidenza storica riguardante l'esistenza di un consistente, e non perfettamente spiegato, *equity premium*¹¹. Questo differenziale di rendimento delle azioni rispetto alle altre attività finanziarie è stato individuato esaminando serie plurisecolari riferite essenzialmente agli Stati Uniti (se non altro per ragioni di continuità istituzionale).

Si può fare riferimento in alternativa, e con maggiore garanzia di confrontabilità intertemporale dei dati, ad analisi relative a periodi più limitati. Brugiavini e Peracchi (1999) considerano il periodo 1961-96, escludendo quindi il periodo di forte ascesa dei corsi che va dal 1996 al 2000 e quello successivo di altrettanto forte caduta delle quotazioni [Tab.5]. In questa analisi temporalmente più circoscritta, in cui vengono considerate anche la crescita dei salari e del prodotto, il vantaggio comparato dell'investimento azionario non appare così incontrovertibile. L'investimento azionario ha registrato un rendimento medio superiore alle obbligazioni o alla crescita del prodotto e dei salari per l'intero periodo solo negli Stati Uniti; in Italia e nel Regno Unito la superiore redditività delle azioni è limitata al periodo 1981-96. Rimane tuttavia il fatto che la deviazione standard dei corsi azionari è risultata incomparabilmente più elevata di quella del prodotto interno o dei salari; la deviazione standard delle azioni negli Stati Uniti e in Italia è stata nel periodo 1981-96 rispettivamente pari a 14 e a 37 contro un valore inferiore a 2 per il prodotto interno.

¹¹ Su questo punto si vedano P. Jorion e W. Goetzmann (2000) e R. Mehra-E.C. Prescott (2003).

Tabella 5: media e deviazione standard del rendimento di diverse attività

media	Italia	Regno Unito	Stati Uniti
PIL			
1961-80	4,54	2,38	3,27
1981-96	1,76	2,25	2,49
1961-96	3,26	2,32	2,91
Titoli a lungo termine			
1961-80	-0,64	0,60	0,81
1981-96	5,10	4,69	4,96
1961-96	2,00	2,48	2,72
Azioni			
1961-80	-17,86	-2,06	2,53
1981-96	9,77	8,29	13,95
1961-96	-0,46	2,70	7,78

deviazione standard	Italia	Regno Unito	Stati Uniti
PIL			
1961-80	2,28	1,95	2,11
1981-96	1,29	2,06	1,82
1961-96	2,34	1,97	2,00
Titoli a lungo termine			
1961-80	4,17	3,69	1,28
1981-96	1,82	1,18	1,31
1961-96	4,37	3,47	2,46
Azioni			
1961-80	36,42	18,36	17,51
1981-96	37,23	10,93	13,63
1961-96	38,69	16,08	16,66

Fonte: Brugiavini e Peracchi (1999)

Per superare i limiti di confronti effettuati semplicemente sull'andamento degli indici azionari e per comprendere quali possono essere gli effetti di una forte ascesa dei corsi e di una loro successiva diminuzione sul rendimento di un tipico investimento pensionistico (per definizione caratterizzato da un'elevata illiquidità) abbiamo effettuato il seguente esercizio.

Abbiamo considerato un individuo che risparmi una somma crescente allo stesso tasso del prodotto interno, impiegandola alternativamente o in uno schema con un rendimento nominale pari alla crescita del prodotto interno o nell'acquisto di indici azionari rappresentativi dei mercati azionari di Stati Uniti, Regno Unito e Italia. Il primo impiego simula un sistema a ripartizione di tipo contributivo; il secondo è riconducibile ad una forma di capitalizzazione di tipo individuale. I risultati sono esposti nella Tab. 6. Il confronto tra le due ipotesi di investimento è effettuato sulla base del tasso di rendimento interno e, data la dipendenza dei risultati dall'anno iniziale, abbiamo supposto che l'investimento stesso abbia inizio alternativamente nel 1980, 1986 o

1992. Questi anni dovrebbero comunque individuare il momento di avvio e di forte crescita dei conti individuali nei due paesi anglosassoni, sotto forma rispettivamente di 401(k) negli Stati Uniti e *personal pensions* nel Regno Unito.

Tabella 6: Confronto dei tassi di rendimento interno

Stati Uniti	PIL	Standard & Poor's	
1980-2002		5,0	7,7
1986-2002		4,5	5,9
1990-2002		4,2	4,3
Regno Unito	PIL	Financial Times	
1980-2002		5,6	4,1
1986-2002		4,9	-1,4
1990-2002		4,5	-0,7
Italia	PIL	Comit	
1980-2002		5,7	5,9
1986-2002		4,9	4,1
1990-2002		4	4,2

Fonte: nostre elaborazioni su dati di contabilità nazionale e indici azionari. Il dettaglio del calcolo è a disposizione su richiesta agli autori.

I risultati riferiti all'ultimo ventennio non indicano un'opzione a favore della capitalizzazione nel Regno Unito e in Italia. Solo negli Stati Uniti il rendimento dello Standard & Poor's 500 è risultato superiore all'investimento in "prodotto" per l'intero periodo 1980-2002 per circa 3 punti percentuali. Nel Regno Unito il rendimento di un sistema a ripartizione è stato sistematicamente superiore a quello della capitalizzazione; nel periodo 1986-2002 un investimento azionario secondo le modalità descritte avrebbe portato ad un rendimento negativo, contro un tasso di rendimento interno di un sistema a ripartizione vicino al 5%. Si deve comunque tenere presente che nell'arco degli anni 1980-2002 gli indici delle borse anglosassoni sono saliti più del prodotto interno [Figg.1 e 2].

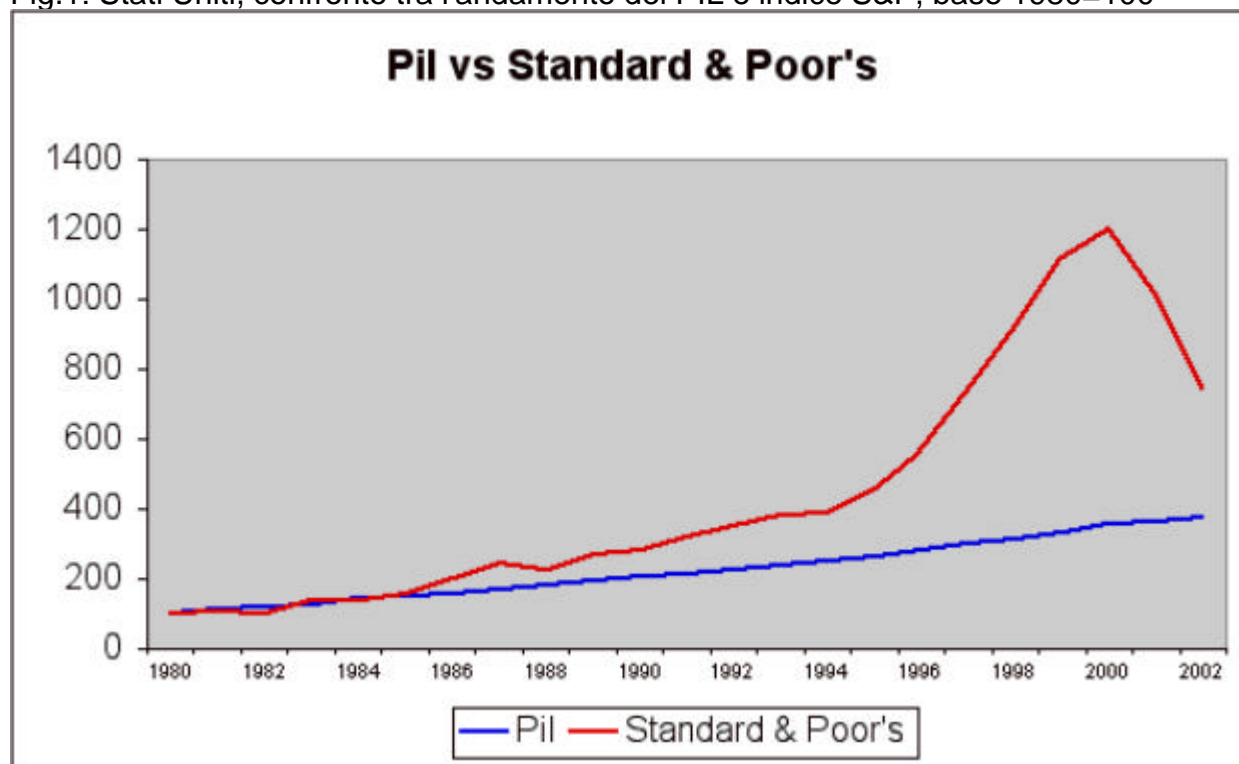
Gli elementi di cautela nei confronti delle forme a capitalizzazione sono ulteriormente rafforzati dal fatto che il rendimento di quest'ultima e quello della ripartizione, come da noi calcolato, non sono immediatamente paragonabili. Il rendimento di un sistema a ripartizione pubblico sconta oneri di gestione del tutto marginali, contrariamente a quello che accade per i fondi individuali, decentrati e privatamente gestiti. Murthi *et al.* (2001) mostrano ad esempio che i costi amministrativi associati alle *personal pensions* nel Regno Unito sono tali da ridurre il valore di un conto individuale al momento del pensionamento di circa il 40% rispetto alla situazione in cui non vi sia alcun costo. Inoltre le pensioni pubbliche sono quasi perfettamente protette dall'inflazione, al contrario di quelle a capitalizzazione individuali. Se si tiene conto di questi due elementi, costi di gestione e inflazione, i risultati in termini di rendimento della capitalizzazione nell'ultimo ventennio, non sembrano essere particolarmente lusinghieri in termini assoluti e relativi.

Il confronto fra i rendimenti medi opportunamente calcolati non esaurisce tutta la problematica rilevante. Nella valutazione dei costi e dei benefici associati alla capitalizzazione individuale esiste anche un problema di variabilità dei rendimenti, come risulta in particolare dai dati della tabella 5.

La variabilità dei rendimenti solleva due questioni importanti: la prima riguarda la rischiosità degli investimenti dei contribuiti pensionistici e il costo che questa impone all'investitore. La seconda concerne la dipendenza della prestazione pensionistica dall'andamento dei mercati finanziari nell'anno di pensionamento e la possibilità che emergano forti iniquità tra coorti in termini di benefici pensionistici, pur a parità di durata del periodo di accumulazione: questo è chiaramente dimostrato da Burtless (1999) utilizzando dati storici per gli Stati Uniti.

Sul primo punto, è opportuno notare che il calcolo dei rendimenti medi effettuato nel nostro esercizio si è basato sull'ipotesi che i contributi versati acquistassero indici azionari, quindi portafogli ampiamente diversificati. Questa ipotesi sembra solo parzialmente riflettere gli effettivi impieghi dei contributi previdenziali destinati ai conti individuali. Negli Stati Uniti, in media circa il 20% delle attività dei 401(k) sono detenute sotto forma di azioni dell'impresa che promuove il piano stesso (per la Procter and Gamble il 90% delle attività dei fondi a contributo definito sono detenute in azioni della società stessa). Secondo dati riportati in Mitchell e Utkus (2003), il rendimento medio delle azioni di una singola impresa (*company stock*) è stato, tra il 1992 e il 2001 pari al 10,9% contro il 12,9% garantito dall'investimento nell'indice S&P500. La deviazione standard media dei rendimenti nel primo tipo di attività è stata però doppia rispetto a quella associata all'investimento nell'indice (34,4% contro 17,7%). Se quindi il rendimento medio ottenibile sui conti individuali a capitalizzazione può essere verosimilmente misurato dal rendimento ottenuto sugli indici azionari, il grado di rischiosità di questi ultimi sembra fortemente sottostimare il rischio effettivo dei portafogli detenuti dai titolari dei 401(k).

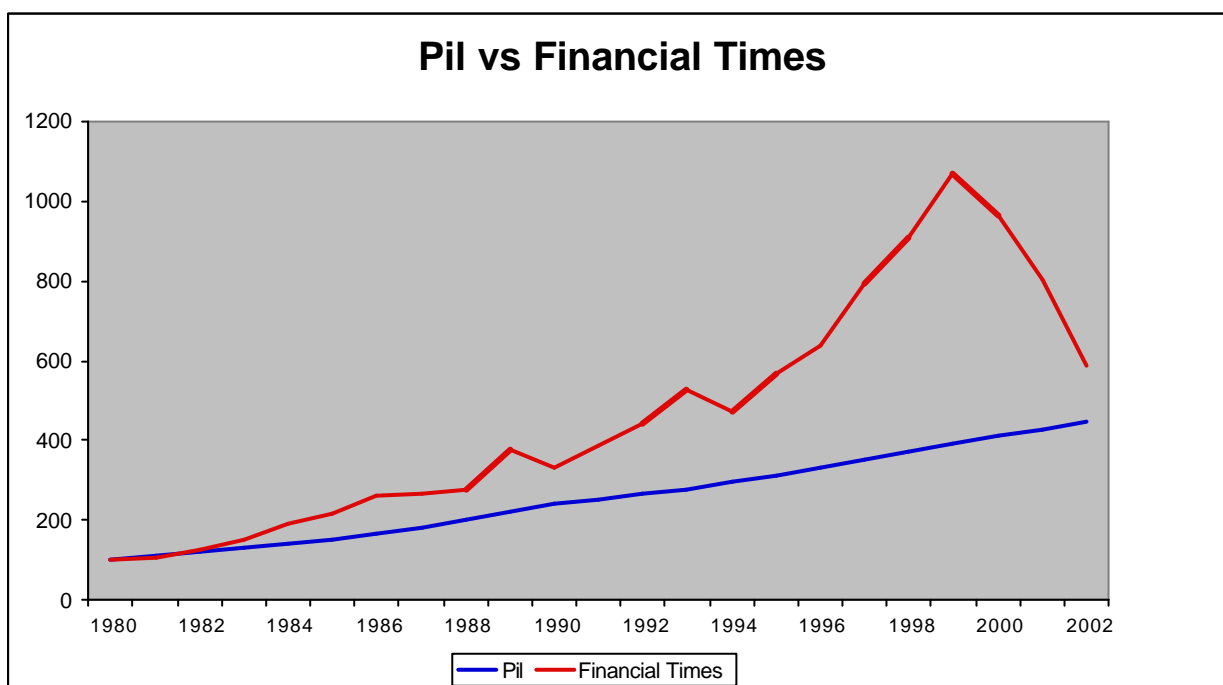
Fig.1: Stati Uniti, confronto tra l'andamento del PIL e indice S&P, base 1980=100



La forte presenza di azioni dell'impresa presso la quale si lavora nel portafoglio pensionistico non è unicamente il risultato di vincoli imposti dal datore di lavoro, ma

sembra essere frutto di una scelta di investimento da parte del lavoratore, il quale peraltro non sembra consapevole del maggior rischio in cui incorre rispetto al caso in cui l'investimento sia effettuato in un portafoglio ampiamente diversificato (secondo i risultati di un sondaggio tra i lavoratori americani, la rischiosità attribuita agli investimenti in *company stocks* è maggiore rispetto a quella dei fondi monetari ma inferiore a quella assegnata ai fondi azionari diversificati). Secondo calcoli presentati in Poterba (2003), la somma che un investitore dovrebbe investire in attività prive di rischio allo scopo di ottenere la stessa utilità garantita da un portafoglio investito interamente in azioni di un'unica società è il 43% della somma necessaria per ottenere l'utilità garantita da un portafoglio impiegato nello S&P500. Questo valore si riduce al crescere dell'avversione al rischio di un individuo e aumenta quanto maggiore è la disponibilità di risorse diverse dai 401(k) quali fonti di finanziamento del periodo di pensionamento.

Fig.2: Regno Unito, confronto tra l'andamento del PIL e indice FT 100, base 1980=100



Bosworth e Burtless (2002), utilizzando dati storici americani sulla variabilità dei rendimenti azionari trovano che, per un lavoratore rappresentativo, la deviazione *standard* della rendita derivante da un portafoglio investito al 50% in obbligazioni e al 50% in azioni supera il 40% della rendita stessa, a indicazione del fatto che il rischio finanziario associato all'investimento dei contributi in azioni, anche se non della propria società, è comunque elevato.

4.3 Il risparmio

Il punto riguardante il legame tra capitalizzazione e risparmio è molto delicato: per alcuni paesi, Stati Uniti *in primis*, la diffusione di componenti a capitalizzazione nel sistema pensionistico è stata spesso considerata come la chiave per risollevare il tasso di risparmio. L'aumento del risparmio non è un risultato automatico dell'introduzione di componenti a capitalizzazione, ma dipende dalle modalità con cui questa si realizza, dagli impieghi alternativi a disposizione degli individui, dal trattamento fiscale ad essa riservato. Se il pilastro a capitalizzazione del sistema pensionistico si realizza mediante

conti individuali a contributo definito, si pone il problema di stabilire quanto il risparmio pensionistico raccolto mediante questi nuovi strumenti sostituisca altre forme di risparmio privato già esistenti, con effetti minimi sul risparmio complessivo. Secondo Bosworth e Burtless (2003), il 50% dei lavoratori americani che partecipa correntemente a piani pensionistici occupazionali rappresenta la porzione della popolazione con maggiori disponibilità finanziarie ed è conseguentemente responsabile della maggior parte del risparmio personale. E' verosimile che l'obbligo di versamento di ulteriori contributi a fondi individuali a capitalizzazione a contributo definito si accompagni per questi lavoratori ad una riduzione dei versamenti in altri fondi preesistenti. I risultati della regressione dei risparmi privati complessivi sul tasso di crescita dei conti pensionistici ed assicurativi effettuata dagli autori su un campione di 11 paesi OCSE evidenziano una debole relazione positiva, associata con forti sostituzioni di forme di risparmio già in essere per beneficiare degli incentivi fiscali che si accompagnano ai risparmi previdenziali. Studi molto recenti relativi al Regno Unito sembrano testimoniare che, sebbene nella fase iniziale le *personal pension* non abbiano comportato alcun aumento di risparmio netto, verso la fine degli anni Novanta l'effetto sia più consistente e si aggiri, nel biennio 1998-1999, attorno allo 0,2% del PIL (Disney *et al.*, 2003). Per quanto riguarda il Cile, in cui più compiuta è stata l'introduzione di conti pensionistici individuali, l'evidenza empirica relativa all'impatto sul risparmio non è conclusiva. Mentre Coronado (2002) trova un incremento nel risparmio complessivo, Agosin (2001) mostra che questo si è essenzialmente concentrato nelle imprese, mentre nelle famiglie l'aumento è stato modesto. In generale, l'evidenza empirica sull'impatto che i conti individuali a capitalizzazione hanno sul risparmio personale non sembra essere conclusiva.

4.4 Lo sviluppo del mercato dei capitali

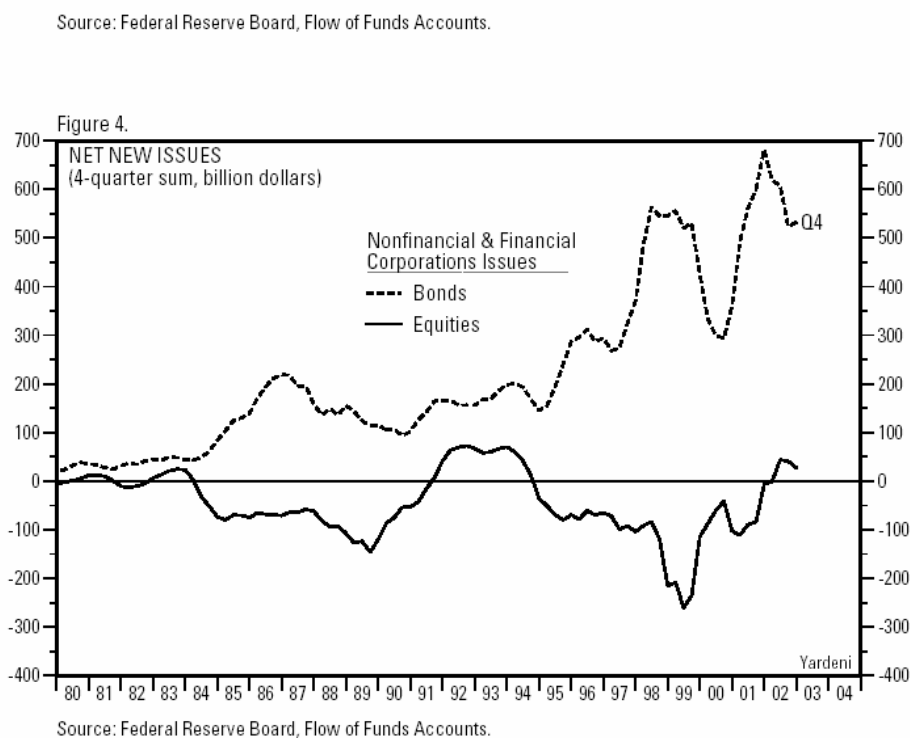
L'ultimo potenziale vantaggio attribuito all'introduzione di componenti private a capitalizzazione gestite da fondi pensione riguarda l'impatto positivo di questi ultimi in termini di sviluppo del mercato dei capitali. In queste note possiamo solo accennare ad alcuni aspetti dei complessi nessi esistenti fra forme previdenziali a capitalizzazione, funzionamento dei mercati dei capitali e finanziamento delle imprese, facendo necessariamente riferimento all'esperienza degli Stati Uniti a partire dal 1980. Per le nostre considerazioni, il riferimento empirico fondamentale è costituito dalla serie relativa alle emissioni nette di azioni e obbligazioni delle *corporations* degli Stati Uniti a partire dal 1980. Le emissioni nette di azioni sono state sistematicamente negative (salvo l'eccezione, per importi peraltro modesti, in anni di rallentamento economico quali i primi anni '80 e '90 e il 2002). Al contrario, le emissioni obbligazionarie, sempre positive, hanno registrato una forte accelerazione in termini nominali negli ultimi anni¹² [Fig.3].

L'andamento delle emissioni nette di azioni e obbligazioni in un periodo di forte crescita economica e di effervescenza dei mercati finanziari è stato interpretato in modo per noi convincente da Holmstrom e Kaplan (2001). I due autori collocano all'inizio della presidenza Reagan *"a large wave of merger, takeover and restructuring activity. This activity was distinguished by its use of leverage and hostility"*. Oltre che per le scalate

¹² Facendo riferimento ai dati del nostro grafico, le modalità di finanziamento delle imprese americane sono fra gli altri discusse da Stewart C. Myers (2001). Dati comparati sulle emissioni lorde compaiono in Bollettino Economico della Banca d'Italia (2003), p. 94. In termini di capitalizzazione di borsa e comprendendo anche le società finanziarie il valore totale delle emissioni azionarie dal 1990 al 2000 è stato pari al 2%; su valori non molto diversi si colloca il Regno Unito. Sono invece sensibilmente più elevate le emissioni dei maggiori paesi europei: in Italia, ad esempio, le emissioni in termini di capitalizzazione sono state pari al 5,5% nell'intervallo 1990-94 e al 2,4% nell'intervallo 1995-2000.

ostili e per il ricorso al debito, questa fase è stata caratterizzata anche dal rilievo assunto dagli investitori istituzionali (fondi pensione, compagnie d'assicurazione sulla vita e fondi comuni d'investimento). Da un lato gli investitori istituzionali si sono sostituiti alle famiglie nella detenzione di azioni; dall'altro, sono diventati sempre più attivi sui mercati finanziari, seguendo una logica che li ha portati a ricercare impieghi caratterizzati da guadagni in conto capitale¹³. Nel periodo di scalate ostili finanziate con debito gli investitori istituzionali hanno anche costituito lo snodo essenziale di tutto il processo di ristrutturazione societaria. Sono stati elemento decisivo per l'esito delle scalate e sono spesso diventati i destinatari di consistenti pacchetti azionari al compimento della scalata, consentendo alle imprese di ridurre il loro indebitamento. In estrema sintesi, possiamo quindi affermare che negli anni '80 l'emissione netta di obbligazioni o l'incremento del debito delle imprese è stato essenzialmente finalizzato o a finanziare le scalate o ad allontanarne il pericolo.

Fig. 3: emissione netta di azioni e obbligazioni



Sempre sulla base dell'analisi di Holmstrom e Kaplan il quadro è mutato a partire dai primi anni '90 (quando si sono esaurite le scalate ostili), per il diverso comportamento delle imprese e i diversi incentivi cui hanno cominciato a rispondere i *manager*. *"Companies...adopted a shareholder value perspective with the prodding from time to time of institutional shareholders"*. Simultaneamente si diffusero *"generous stock options programs"*.

L'articolo di Holmstrom e Kaplan si ferma al 2000, non prendendo quindi in considerazione lo sgonfiamento dei corsi azionari verificatosi nel triennio successivo. La

¹³Per una lettura di quel periodo e per un'indicazione sull'attivismo degli investitori istituzionali, si veda R. Artoni-D. Delli Gatti (1988).

loro analisi pone tuttavia in luce il ruolo centrale svolto dalle quotazioni azionarie, o dai loro incrementi, nella valutazione delle scelte imprenditoriali e di politica economica: ogni scelta d'impresa doveva essere *"friendly"* nei confronti degli azionisti, e quindi compatibile con la crescita dei corsi o con quello che si pensava avrebbe determinato la loro ascesa.

D'altro canto, quotazioni azionarie crescenti, e crescenti a tassi sempre più elevati, permettevano di conciliare una molteplicità d'interessi. Gli investitori istituzionali potevano esibire una grande capacità di gestione delle risorse loro affidate, misurata dal rendimento ottenuto essenzialmente attraverso plusvalenze non realizzate. I singoli lavoratori, o risparmiatori, si sentivano garantiti da una ricchezza finanziaria in continua espansione; in questo quadro di ricchezza crescente trovava di fatto giustificazione la drastica riduzione del tasso di risparmio corrente verificatasi nella seconda metà degli anni '90¹⁴. Le imprese, là dove esistevano piani a beneficio definito, potevano astenersi, nel rispetto delle leggi fiscali, dal versamento dei contributi annuali, stante l'eccedenza delle attività dei fondi rispetto alle passività pensionistiche attese; i contributi dei piani a capitalizzazione poi tendevano a rifluire per larga parte presso le stesse imprese, aumentando enormemente il rischio individuale per la scarsa diversificazione degli investimenti. I governi infine potevano pensare di avere risolto con guadagni in conto capitale del tutto teorici il problema del trasferimento reale di risorse alla base di ogni sistema pensionistico, attraverso una continua rivalutazione delle attività in cui erano investiti i contributi previdenziali stessi.

In questo quadro complessivo deve essere esaminato il comportamento degli investitori istituzionali e, nel loro ambito, dei fondi pensione. In linea generale appare certo che i criteri di valutazione tipicamente applicati ai gestori, fondati sulla performance annuale eventualmente corretta per qualche fattore di rischio, abbiano imposto la ricerca di una continua lievitazione delle quotazioni.

Possiamo qui accennare ai due fattori essenziali che hanno presumibilmente influito sull'andamento degli indici negli anni '90: l'incremento dei profitti e l'acquisto di azioni proprie¹⁵.

I dati di contabilità nazionale indicano che la profittabilità prima delle imposte delle imprese americane è continuamente aumentata dal 1990 al 1997 (il rendimento è cresciuto dal 4,9% al 7,8%), dando ragione della crescita delle quotazioni. Dal 1997 il tasso di profitto è diminuito di 3 punti in quattro anni fino al 4,7% nel 2001¹⁶. L'impennata delle quotazioni di questo periodo non trova dunque giustificazione nell'andamento della profittabilità.

¹⁴ Sull'andamento del risparmio personale e della ricchezza finanziaria delle famiglie dal 1980 al 2000 negli Stati Uniti si veda M.G. Perozek-M.B. Reinsdorf (2002).

¹⁵ Un altro aspetto di notevole rilievo, che qui non affrontiamo, riguarda la tipologia delle azioni acquistate dagli investitori istituzionali. In P.A. Gompers-A. Metrick (2001) si afferma che gli investitori istituzionali *"have different demand for stock characteristics than do other investors: institutions invest in stocks that are larger, more liquid and have had relatively low returns during the previous year"* (p. 230). La concentrazione della domanda su questi titoli da parte dei grandi investitori che *"nearly doubled their share of the common stock market from 1980 to 1996"*, spiega in buona misura perché l'eccesso di rendimento goduto dagli investitori in imprese di ridotte dimensioni dal 1926 al 1979 rispetto all'acquisto di azioni di grandi imprese si è invertito negli ultimi vent'anni. Da un rendimento inferiore di circa il 4% si è passati ad un *"significant premium"* per le grandi imprese. Queste osservazioni dovrebbero essere tenute in considerazione nel dibattito in corso sul trasferimento del Trattamento di fine rapporto ai fondi pensione.

¹⁶ *Survey of Current Business* (2002). Per un confronto fra i profitti di contabilità nazionale e gli *"earnings"* delle imprese inserite nello Standard & Poor's si veda K.A. Petrick (2001), p. 16. Le due misure in particolare si sono mosse parallelamente nel 1997, come negli anni precedenti, mentre si sono discostate significativamente nel 1998.

Nelle fasi di contrazione dei profitti, quale risulta dai dati di contabilità nazionale prima ricordati, l'ascesa dei corsi può essere garantita da una domanda di azioni che risponda ad una logica diversa da quella del rendimento effettivamente conseguito incorporato nel prezzo delle azioni (e prescindendo ovviamente da tutte le manipolazioni contabili effettivamente verificatesi). Una componente della domanda, fra le molte ipotizzabili, che negli ultimi anni ha avuto carattere "autonomo" rispetto ai profitti realizzati è quella riconducibile all'acquisto di azioni proprie da parte delle imprese.

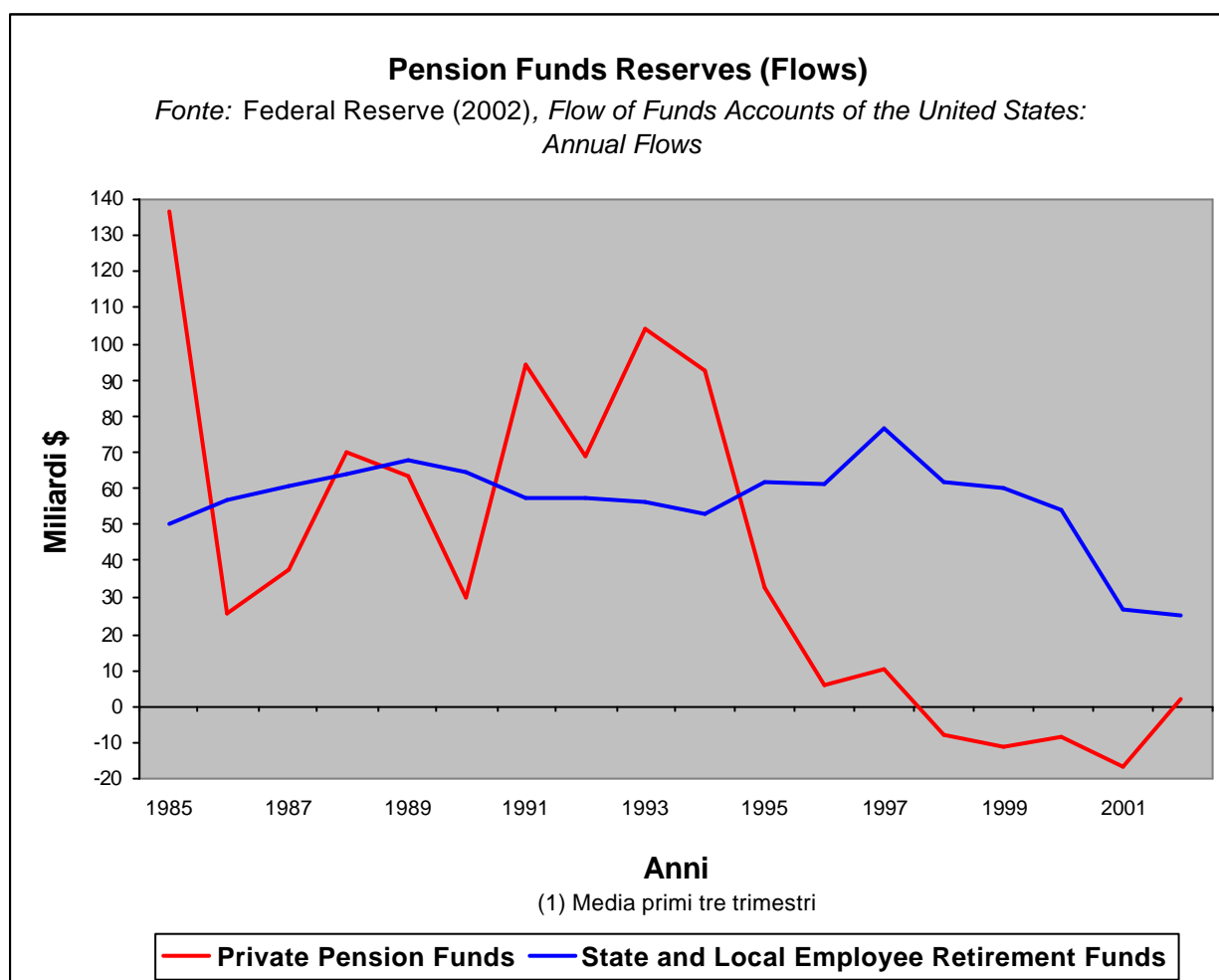
Un recente articolo di Grullon e Michaely (2002) fornisce informazioni per noi rilevanti: *"share repurchase activity has experienced an extraordinary growth...Expenditures on share repurchase programs (relative to total earnings) increased from 4,8 percent to 41,8 percent in 2000. Furthermore, while share repurchase expenditures grew at an average rate of 26,1 percent over the period 1980 to 2000, dividends grew at an average annual rate of 6,8 percent. As a consequence of the large differences in growth rates, share repurchases as a percentage of the dividends increased from 13,1 percent in 1980 to 113,1 percent in 2000. In 1999 and 2000, industrial firms spent more money on share repurchases than on dividend payments"*.

Sulla base di questi dati essenziali, gli autori citati sviluppano altre rilevanti considerazioni. Per i nostri fini è sufficiente osservare che la politica di acquisto di azioni proprie effettuate dalle imprese in un periodo di redditività calante ha certamente contribuito, insieme ad altri fattori quali l'elevato volume d'investimenti, sia alla crescita dei corsi sia al forte indebitamento verificatosi a partire dal 1997 (e quindi all'elevato volume di emissioni obbligazionarie, come risulta dal nostro grafico). Non sembra poi irragionevole pensare che l'espansione del debito sia stata in buona misura determinata dalla pressione degli investitori istituzionali, per i quali i guadagni in conto capitale incorporati nelle quotazioni azionarie erano la determinante fondamentale dei rendimenti annuali, e dalle modalità di remunerazione dei manager. Ricordiamo che questi fattori nell'analisi di Holmstrom e Kaplan hanno caratterizzato la nuova *"corporate governance"* degli anni '90 con effetti gratificanti per tutti nei primi anni, ma con evidenti problemi nell'ultimo periodo. La rottura dei prezzi verificatasi a partire dalla primavera del 2000 ha rappresentato sotto molti aspetti un ritorno alla realtà: rimane tuttavia il fatto che il rapporto prezzi utili dell'indice Standard & Poor's 500 era ancora pari a 27 nel settembre 2002, contro un valore medio storico vicino a 15¹⁷.

Conviene infine accennare agli effetti di lungo periodo di una sistema pensionistico fondato sulla capitalizzazione, per quanto possibile riconoscibili nell'esperienza più recente. Per definizione un sistema a capitalizzazione è caratterizzato da una fase iniziale in cui i contributi versati eccedono ampiamente le prestazioni erogate, cui segue un periodo che a regime dovrebbe essere di equilibrio. I dati tratti dai Flow of Funds indicano che i flussi annuali delle riserve dei fondi pensione privati, dopo essere stati sistematicamente positivi, sono risultati negativi dal 1997 al 2001; gli accantonamenti dei fondi di pertinenza degli impiegati degli stati e delle comunità locali continuano ad accumulare riserve per circa 25 miliardi di dollari all'anno, con un flusso annuale comunque inferiori di 2/3 al massimo raggiunto nel 1997 [Fig.4].

¹⁷ Nostre elaborazioni da *Economic Report of the President*, Washington 2003, Tab. B-95.

Fig. 4: Riserve dei Fondi pensione (flussi)

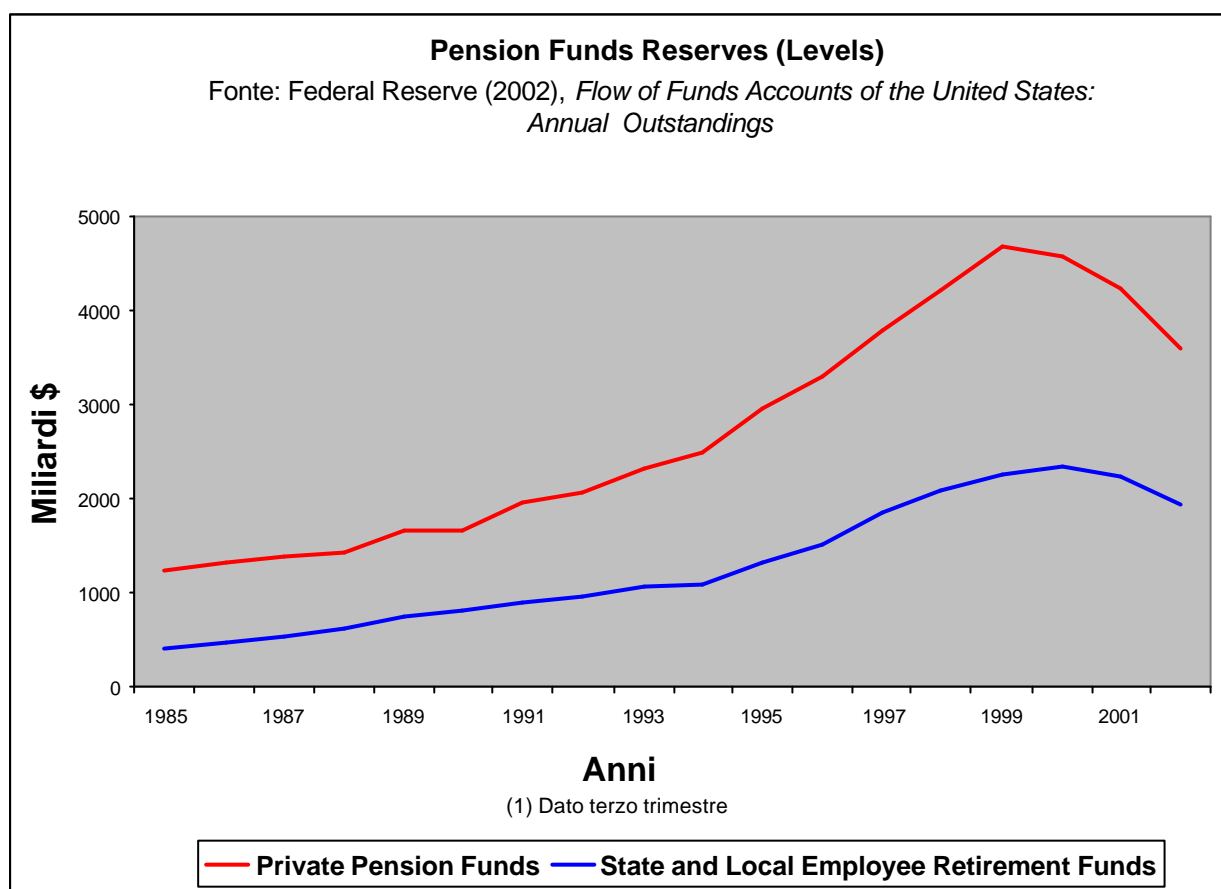


Se esaminiamo invece le consistenze, le riserve sono state pari nel 2001 a circa 1000 miliardi per gli impiegati pubblici e a 3000 per quelli privati, con una notevole caduta rispetto ai massimi degli anni precedenti. Il massimo è stato raggiunto, per effetto della lievitazione dei corsi di borsa, nel 2000 al termine di un'ininterrotta accumulazione [Fig.5].

I dati di flusso dimostrano che in un sistema a capitalizzazione dopo circa vent'anni, la formazione annuale delle riserve è molto limitata. D'altro canto una liquidazione concentrata nel tempo delle attività in cui sono investiti i diritti pensionistici può produrre effetti dirompenti¹⁸.

¹⁸ Su questo punto O. Attanasio (1987) scrive "In reading the comments on the sustainability of alternative pension systems, one often gets the impression that fully funded systems are the answer to the current demographic trends. One problem with this argument is that it takes the rate of return as given. Demographic trends and the massive changes to the composition of the population are bound to have an effect on asset prices and therefore on the expected returns on the assets of the baby-boom generation. When the baby boomers retire and start cashing in their assets, being stocks or houses, the chances are that, given that there will not be many people to buy them, prices will go down" (pp.29-30).

Fig. 5: Riserve dei fondi pensione (consistenze)



5. Conclusioni

Il modello cileno ha certamente influenzato la politica previdenziale dei paesi da noi considerati, anche se è nostra impressione che l'intensità di questa influenza sia andata calando nel tempo. L'adesione è stata inizialmente convinta nel Regno Unito, dove dalla metà degli anni '80 è stata seguita da tutti i governi una politica di progressivo ridimensionamento dei meccanismi previdenziali diversi dalla capitalizzazione individuale; il processo sembra essersi sostanzialmente fermato nel periodo più recente. Negli Stati Uniti, al rilevante sviluppo della previdenza privata basato sui conti individuali, dal 1980 avrebbe dovuto far seguito una riforma della *social security* lungo la stessa linea con una sostituzione, nei progetti iniziali molto ampia e in quelli successivi più limitata, della componente a ripartizione; il recente andamento dei mercati finanziari ha rallentato l'attuazione della riforma. In Svezia la componente a capitalizzazione assorbe oggi circa 1/8 della contribuzione obbligatoria (con un rendimento finora molto deludente dell'investimento nei mercati azionari). In Italia il quadro normativo non è ancora definito.

Anche se è prematuro esprimere valutazioni definitive, è opportuno chiedersi se alla base dell'atteggiamento ormai cauto nei confronti del modello cileno ci siano non solo fattori contingenti, ma anche problemi strutturali. In queste note abbiamo in particolare esaminato alcuni punti di forza di questa forma di previdenza, nella visione dei suoi sostenitori, con risultati nella nostra analisi molto problematici.

I conti individuali, con la stretta connessione fra versamento individuale e prestazione, dovrebbero eliminare le distorsioni proprie di ogni sistema di contribuzione obbligatoria;

ne dovrebbe derivare quindi un'accresciuta adesione, con un forte aumento dei contributi volontari. Quest'impostazione, evidentemente alla base della politica previdenziale inglese degli ultimi vent'anni, giustifica la limitazione del ruolo pubblico alla garanzia di una pensione "minima", anche se la concessione di rilevanti agevolazioni fiscali agli accantonamenti previdenziali "privati" introduce elementi redistributivi in senso regressivo.

Crediamo che l'evidenza accumulata in questi anni dimostri che la visione "volontaristica" appena descritta non sia vicina alla realtà. In assenza di obbligatorietà gli accantonamenti previdenziali, o l'adesione agli schemi integrativi, sono stati limitati. I motivi possono essere molteplici, dalla tradizionale miopia dell'individuo, che non è in grado di valutare correttamente i propri interessi di lungo periodo, all'impossibilità per particolari situazioni soggettive di risparmiare in misura adeguata; i dati da noi commentati lasciano comunque intendere che gli schemi integrativi hanno beneficiato i redditi più elevati.

La promessa di rendimenti elevati in termini assoluti e relativi, è stato il secondo argomento a favore dell'adozione di un sistema pensionistico a capitalizzazione. Non sarebbe inopportuno ripercorrere le mirabolanti estrapolazioni dei rendimenti ripetutamente effettuate negli anni passati sulla base di un'evidenza storica di lunghissimo periodo difficilmente interpretabile (non tenendosi conto fra l'altro della sostituzione delle imprese all'interno degli indici) e giustificabile in buona misura solo con riferimento al mercato degli Stati Uniti; sarebbe anche opportuno ricostruire la dubbia configurazione delle variabili economiche che sarebbe derivata da incrementi delle quotazioni azionarie permanentemente e significativamente eccedenti i rendimenti delle altre attività finanziarie o il tasso di crescita delle grandezze reali¹⁹.

Una lettura della realtà più attenta, oltre che la più recente esperienza, consigliano un atteggiamento più cauto e soprattutto attento al rischio implicito nell'impiego azionario. Dalla nostra analisi risulta che anche nell'arco temporale 1980-2000, comunque caratterizzato da incrementi dei corsi superiori a quelli del prodotto interno, un tipico investimento pensionistico in un sistema a capitalizzazione avrebbe portato solo negli Stati Uniti ad un rendimento superiore a quello riconducibile alla ripartizione: quando si tenga conto dei costi di gestione, dell'assenza di copertura inflazionistica e dell'elevata variabilità dei rendimenti azionari il vantaggio dei conti individuali scompare anche nel contesto più favorevole. Si trova quindi ampia giustificazione del favore che i sistemi previdenziali pubblici, o della loro immediata alternativa costituita dai fondi occupazionali a beneficio definito, godono anche nei paesi anglosassoni, pur nella consapevolezza che tutti i sistemi pensionistici pubblici richiedono un continuo adeguamento alle mutate condizioni economiche e demografiche.

Lo sviluppo della previdenza privata a capitalizzazione avrebbe dovuto essere anche strumento di miglioramento della funzionalità del mercato dei capitali: agli investitori istituzionali, e in particolare a quelli che dovrebbero essere guidati da un'ottica di lungo periodo come i fondi pensione, era attribuito in questa visione un ruolo essenziale di promozione dell'efficienza d'impresa. Pur nella sua sinteticità, ci sembra che la nostra lettura della vicenda dimostri che i fondi pensione si siano mossi in una logica di breve periodo, dati i criteri di valutazione adottati e gli incentivi dati ai gestori. Dalla larghissima dipendenza del rendimento del patrimonio dei fondi pensione dai guadagni in conto capitale è derivata una continua sollecitazione alla lievitazione dei corsi azionari. Il risultato ultimo, se guardiamo alle emissioni nette di azioni e di obbligazioni, sembra essere stato un rilevante aumento dell'indebitamento delle imprese americane.

¹⁹ Per un'analisi delle conseguenze derivanti, nel lungo periodo, dall'assunzione di una crescita del prodotto interno all'1,5% all'anno in costanza della quota destinata ai salari (e ai profitti) e di un incremento delle quotazioni azionarie al 7% reale annuo si veda D. Baker-M. Weisbrot (1999), cap.5.

Tutto ciò suscita evidenti interrogativi sulla possibilità di sostenere nel lungo periodo un sistema, finanziario e pensionistico al tempo stesso, strettamente dipendente nella sua accettabilità sociale dai guadagni in conto capitale, maturati più che realizzati. Nelle fasi di avvio dei sistemi a capitalizzazione, il flusso netto di risorse finanziarie e circostanze economiche favorevoli hanno consentito di ottenere risultati eccezionali. La stessa maturazione dei diritti pensionistici, oltre a rallentamenti della crescita economica, possono innescare rilevanti e persistenti cadute dei corsi. Possiamo qui solo osservare che sull'assetto ottimale del sistema finanziario sono in corso importanti riflessioni che pongono in dubbio certezze che alcuni anni fa sembravano inoppugnabili: si sostiene in particolare che un sistema finanziario fondato sul mercato non è necessariamente superiore ad un sistema fondato sulla banca²⁰.

Se la nostra analisi sembra aver dimostrato che erano eccessive le virtù attribuite ad un sistema pensionistico fondato sui conti individuali a capitalizzazione, l'esperienza di questi anni consiglia di riconsiderare con attenzione le funzioni di un sistema previdenziale in un paese sviluppato, evidenziando con cura le differenze esistenti fra pensione e risparmio.

Riprendendo un'autorevole definizione, una pensione è una garanzia di reddito reale, commisurata entro certi limiti quantitativi e sulla base di specifiche formule al reddito percepito nel corso della vita. Ovviamente la definizione del livello appropriato della garanzia reale, o della protezione sociale, e della condizione di percezione della prestazione è il risultato di una scelta politica, storicamente determinata, che dipende da una molteplicità di condizionamenti sociali, economici e demografici.

Il fatto che la pensione sia essenzialmente una garanzia di reddito reale dà ragione a nostro giudizio delle difficoltà incontrate nell'adozione piena del modello cileno nei paesi sviluppati. Per larghissima parte della popolazione l'attribuzione di una funzione previdenziale a impieghi caratterizzati da elevati rischi e variabilità, al di là dell'illusorietà connessa a ricorrenti fenomeni speculativi, è infatti difficilmente compatibile con la natura della pensione. L'accantonamento previdenziale in un sistema individuale a capitalizzazione non è altro che una forma di risparmio, volontario od obbligatorio, caratterizzato da un elevatissimo livello d'illiquidità. La relativamente modesta adesione su base volontaria a questi schemi e le rilevanti agevolazioni fiscali riconosciute ai versamenti previdenziali si spiegano con la penalizzazione in termini di liquidità rispetto agli altri impieghi individuali, che si tenta appunto di compensare con un trattamento tributario privilegiato.

In conclusione possiamo accennare agli effetti distributivi di una limitazione del ruolo del sistema pubblico all'erogazione di una pensione minima poco differenziata o, come nel caso inglese, spesso vicina alla soglia della povertà. Il desiderio, presente in tutte le società, di mantenere un tenore di vita nella fase di inattività assimilabile a quello del periodo lavorativo ha determinato in una prima fase l'introduzione di pensioni occupazionali di fatto riservate a coloro che erano occupati in settori protetti: questa soluzione, oltre ad essere iniqua per i sicuri fenomeni di traslazione dei contributi previdenziali sulla generalità della popolazione, si è rivelata estremamente rischiosa per le imprese promotrici, come è dimostrato dai profondi squilibri dei fondi aziendali di grandissime imprese. Il passaggio, in una seconda fase, a forme individuali a capitalizzazione, con l'implicita assimilazione delle pensioni al risparmio, ha spostato i rischi a livello individuale, ma ha nel medesimo tempo riproposto i problemi equitativi delle pensioni occupazionali: solo le fasce più alte della popolazione sono di fatto in grado di contribuire in modo significativo, in quanto dotate della capacità di risparmiare, beneficiando peraltro di abbattimenti fiscali molto consistenti. Ci sembra ragionevole

²⁰ Si vedano T. Beck-R. Levine (2002); R. Rajan-L. Zingales (2003).

affermare che la politica previdenziale ha connotati e finalità profondamente diverse dalle politiche di promozione del risparmio.

Bibliografia

- Agosin, M., (2001), *What Accounts for the Chilean Saving Miracle?*, Cambridge Journal of Economics, 25 (4): 503-16.
- Artoni, R.- Delli Gatti, D. (1988), *Risparmio contrattuale, investimento istituzionale e mercato azionario negli Stati Uniti e in Gran Bretagna*, Contributi di ricerca IRS, Milano.
- Artoni, R. – Casarico, A. (2001), *The Italian Pension System in the European Context*, Econpubblica w.p. n.75, Aprile.
- Attanasio, O. (1987), *Consumption and Saving Behaviour: Modelling Recent Trends*, Fiscal Studies, February.
- Baker, D.– Weisbrot, M. (1999), *Social Security. The Phony Crisis*, Chicago, University of Chicago Press, cap.5.
- Beck, T.-Levine, R. (2002) *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?* Journal of Financial Economics, 64, pp.147-180.
- Blake, D. (2002), *The United Kingdom: Examining the Switch from Low Public Pensions to High-Cost Private Pensions*, in M. Feldstein-H.Siebert (eds.), *Social security pension reform in Europe*, Chicago, University of Chicago Press.
- Bollettino Economico della Banca d'Italia (2003), n. 40 Marzo, p.94.
- Bosworth, B.– Burtless, G. (2002), *Pension reform in the presence of financial market risk*, CRR w.p. 2002-1, mimeo, <http://www.bc.edu/crr>.
- Bosworth, B.– Burtless, G. (2003), *Pension Reform and Saving*, mimeo, The Brookings Institution.
- Brugiavini, A.– Peracchi, F. (1999), *Reforming Italian Social Security: Should we Switch from PAYG to Fully Funded*, paper preparato per la VI Conferenza, *Le nuove frontiere della politica economica*.
- Burtless, G. (1999), *Social Security Privatization and Financial Market Risk: Lessons from U.S. Financial History*, Washington DC, The Brookings Institution, mimeo.
- Coronado, J.L. (2002), *The Effects of Social Security Privatization on Household Saving: Evidence from Chile*, Contributions to Economic Analysis and Policy, Vol.1, No.1, article 7.
- Department of Social Security (1999), *Social Security Statistics*.
- Diamond, P.A. (1998), *The Economics of Social Security Reform*, NBER w.p. 6719, September.
- Diamond, P.A. (ed.) (1999), *Issues in Privatizing Social Security*, Cambridge, Mit Press.
- Diamond, P.A. (2002), *Social Security Reform*, Oxford, Oxford University Press.
- Disney, R.– Emmerson, C.- Smith, S. (2003), *Pension Reform and Economic Performance in Britain in the 1980s and 1990s*, NBER w.p. 9556, March.
- Economic Report of the President (2003), Washington, Tab. B-95.
- Feldstein, M.– Liebman, J.B. (2002), *Social Security*, in A.J. Auerbach-M. Feldstein (eds.), *Handbook of Public Economics*, Amsterdam, North Holland.
- Gompers, P.A.- Metrick A. (2001), *Institutional Investors and Equity Prices*, Quarterly Journal of Economics, February, pp. 229-259.
- Grullon, G.- Michaely, R. (2002), *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, The Journal of Finance, Aug., pp.1649-1684.

- Holmstrom, B.– Kaplan, S.N. (2001), *Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s*, Journal of Economic Perspectives, Spring, pp.81-102.
- Jorion, P.– Goetzmann, W. (2000), *A Century of Global Stock Markets*, NBER w.p. 7565, February.
- Lusardi, A.– Skinner, J. - Venti, S. (2001), *Saving Puzzles and Saving Policies in the United States*, NBER w.p. n.8237, Apr..
- Mehra, R.– Prescott, E. C. (2003), *The Equity Premium in Retrospect*, NBER w.p. n. 9525, Febr..
- Mitchell, O.- Utkus, S.J., (2003) *The role of company stock in defined contribution plans* in Mitchell, O. - Smetters, K. (eds.), *The Pension Challenge: Risk Transfers and Retirement Income Security*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press.
- Munnell, A.H.- Sundén, A.(2001), *Private Pensions: Coverage and Benefit Trends*, Prepared for *Conversation on Coverage*, Washington.
- Murthi, M.- Orszag, M.- Orszag, P. (2001), *Administrative Costs under a Decentralized Approach to Individual Accounts: Lessons from the United Kingdom*, in Holzmann R. and J. Stiglitz, *New Ideas about Old Age Security*, The World Bank, Washington.
- Myers, S. C. (2001), *Capital Structure*, Journal of Economic Perspectives, Spring, pp.81-102.
- Palmer, E. (2002), *Swedish Pension Reform: its Past and its Future*, in M. Feldstein-H. Siebert (eds.), *Social Security Pension Reform in Europe*, Chicago, University of Chicago Press.
- Perozek, M.G.- Reinsdorf, M.B. (2002), *Alternative Measures of Personal Saving*, Survey of Current Business, Apr., pp.13-24
- Petrick, K.A. (2001), *Comparing NIPA Profits with S&P Profits*, Survey of Current Business, apr..
- Poterba, J.(2003), *Employer Stock and 401(k) Plans*, mimeo.
- Rajan, R.-Zingales, L. (2003), *Banks and Markets :the Changing Character of European Finance*; NBER w. p. N.9595, March.
- Survey of Current Business (2002), *Note on the Profitability of Domestic Nonfinancial Corporations, 1960-2001*, September, pp.17-20.