



Finanza Pubblica & Riforme

**NON SI SOTTRAGGA IL TFR ALLO SVILUPPO DEL
SISTEMA PENSIONISTICO MULTIPILASTRO**

*Note critiche a margine della proposta, alternativa al “fondo infrastrutture” in Finanziaria-2007,
di permettere che il TFR vada ad incremento della contribuzione al pilastro pensionistico pubblico.*

*Occasione per ribadire le critiche anche all’intervento in Finanziaria e riproporre la necessità di
avviare senza indugi la trasformazione multipilastro*

F. PAMMOLLI e N. C. SALERNO

SOMMARIO

Il tasso di crescita del PIL non è esogeno rispetto all'organizzazione del *welfare system* e soprattutto di un comparto di spesa pubblica così rilevante in termini di punti percentuali di PIL come quello delle pensioni. Di fronte al processo di invecchiamento della popolazione, un sistema monopilastro finanziato a ripartizione (quantunque a capitalizzazione nozionale, con flussi redistributivi ridotti al minimo, come il "Dini") si presta a generare effetti distorsivi e disincentivanti sulle scelte dei datori di lavoro e dei lavoratori, a causa dell'elevata pressione fiscale e contributiva necessaria a finanziare le pensioni in erogazione. Per questo motivo, il TFR non dovrebbe essere destinato a rinforzo della contribuzione al primo pilastro, ad aggravare lo squilibrio, ma realmente investito sui mercati finanziari, per essere inglobato nelle modalità più efficienti/efficaci nel processo produttivo e concorrere a generare i redditi (pensionistici e non) di domani.

Si sottolinea, però, come questa *ratio* non può essere estremizzata a concludere che il sistema pensionistico debba funzionare integralmente a capitalizzazione reale. Ci sono altre caratteristiche che rendono ottimale il *mix* di capitalizzazione nozionale e capitalizzazione reale, e di finanziamento a ripartizione e finanziamento tramite la liquidazione degli investimenti: (a) la diversa esposizione al ciclo economico; (b) la necessità di evitare condizioni di sovrainvestimento (esigenza simmetrica a quella di evitare ricorso eccessivo alla leva fiscale e contributiva); (c) la diversificazione tra *asset* per ottimizzare il *trade-off* rischio-rendimento (un portafoglio previdenziale con due grandi *asset* in luogo di un monoportafoglio); (d) la capacità, propria del sistema pubblico finanziato a ripartizione, di garantire *erga omnes* una perfetta indicizzazione della rendita all'inflazione; (e) la capacità, anch'essa propria del sistema pubblico a ripartizione, di garantire *erga omnes* un "tasso tecnico" di base di accumulazione dei benefici pari al tasso di crescita del PIL (elemento fondamentale nella gestione di portafoglio previdenziale complessivo).

Gli spunti di riflessione sollevati in questo scritto vorrebbero far comprendere come, oltre a questi vantaggi, la diversificazione multipilastro, di cui lo smobilizzo del TFR è parte integrante, non contrasta con gli obiettivi redistributivi, perequativi e solidaristici propri del *welfare system*. Al contrario, si presenta come una via per rafforzarli, allargando la varietà delle voci di spesa sociale e permettendo di concentrare l'intervento pubblico nei comparti in cui è più difficilmente sostituibile dal privato o addirittura insostituibile, come per le prestazioni assicurative contro rischi non gestibili sul mercato e per le prestazioni di tipo assistenziale (per definizione non dipendenti dalla storia contributiva individuale).

Inoltre, la finalità redistributiva può trovare collocazione anche all'interno dei pilastri privati, attraverso appropriata modulazione delle agevolazioni fiscali lungo tutta la durata dell'investimento previdenziale, dalla contribuzione, all'accumulazione, al godimento dei benefici.

Non solo non ha fondamento la tesi che lo sviluppo dei pilastri privati indebolisca *tout court* la coesione sociale, ma dal disegno delle agevolazioni può scaturire una proprietà positiva, come il collegamento dei flussi redistributivi a scelte di investimento di lungo termine. Perequazione, responsabilizzazione e crescita della ricchezza individuale e aggregata combinati.

Lo scritto prende spunto dalla proposta di "investire" il TFR nel primo pilastro, negli ultimi mesi circolata come alternativa all'intervento sul TFR in Finanziaria-2007 che ad oggi rende possibile (per il TFR inoptato nelle imprese con più di 50 addetti) lo smobilizzo forzoso verso un "fondo infrastrutture" gestito dall'Operatore Pubblico in conto tesoreria (se ne è discusso approfonditamente e criticamente in altri contributi CERM). In realtà, le due soluzioni sono molto più simili di quanto possa apparire a prima vista: (a) entrambe allontanano dalla trasformazione multipilastro e dalla diversificazione della spesa sociale; (b) entrambe aumentano i pagamenti che l'Operatore Pubblico dovrà effettuare in futuro per onorare i suoi debiti (quelli pensionistici per il primo pilastro, quelli neoassunti con il "fondo infrastrutture" nella misura in cui il TFR vi affluirà) finanziandosi a ripartizione; (c) entrambe si basano (sia pure in maniera diversa) sulla capitalizzazione nozionale.

La maggior parte delle osservazioni critiche alla proposta del TFR "investito" nel primo pilastro coinvolgono direttamente l'intervento contenuto nella Finanziaria-2007, con l'auspicio di riportare da subito all'attenzione dell'*agenda* politica l'urgenza della trasformazione multipilastro, con il TFR realmente investito nei pilastri complementari e, attraverso loro, nel capitale produttivo.

	INDICE
Introduzione e piano del discorso	5
Il diverso effetto sulle pensioni retributive e contributive	7
I tassi di accumulazione	7
<i>Il PIL del Paese e gli investimenti "senza frontiera"</i>	8
<i>La gestione dinamica di portafoglio</i>	8
<i>L'endogeneità del tasso di crescita del PIL: il mix di finanziamento</i>	8
<i>L'endogeneità del tasso di crescita del PIL: la funzione di produzione nazionale</i>	9
<i>L'endogeneità del tasso di crescita del PIL: sostenibilità e stabilità delle Finanze Pubbliche</i>	10
I tassi impliciti nella conversione in rendita	10
Il sostegno al rendimento da parte della fiscalità	11
I rendimenti di lungo termine: un confronto indicativo	11
La redistribuzione tramite la fiscalità dei pilastri privati	13
Diversificazione tra pilastri e spesa assicurativa e assistenziale	14
Conclusioni: la "responsabilità della domanda" di capitali	16
P.S. - TFR al "fondo infrastrutture" e TFR al primo pilastro: sono davvero così diverse le due soluzioni?	18
<i>Note</i>	20

Le argomentazioni della Nota anticipano in sintesi i contenuti di un capitolo di un libro sulla riforma del sistema pensionistico e le dinamiche del mercato del lavoro, che CERM pubblicherà nei primi mesi del 2007. Al libro si rimanda per una trattazione più dettagliata ed esaustiva.

INTRODUZIONE E PIANO DEL DISCORSO

Mentre la Finanziaria-2007 avviava il silenzio-assenso per lo smobilizzo del TFR verso la previdenza privata e, per i flussi inoptati nelle imprese con 50 e più addetti (cioè espressamente lasciati presso il datore), introduceva lo smobilizzo forzoso verso il cosiddetto "fondo infrastrutture" (con *by-pass* dell'INPS), si è sviluppato il dibattito sulla proposta alternativa di utilizzare il TFR ad integrazione dei contributi del lavoratore al pilastro pubblico (da 8,89% a 15,8% della retribuzione annua lorda) [1]. La proposta ha trovato voce, tra l'altro, nei contributi comparsi nell'ultimo "Rapporto INPDAP sullo Stato Sociale" (ripresi anche sul sito www.eguaglianzaeliberta.it) e nel "Rapporto ISAE – Finanzia Pubblica e Redistribuzione" dell'Ottobre 2006 (http://www.isae.it/rapporto_web_ottobre_2006.pdf).

Nella logica della proposta [2] i vantaggi sarebbero due:

- innalzare i rapporti di rimpiazzo (prima pensione/ ultima retribuzione) che con il sistema contributivo nozionale ("Dini") a regime saranno compresi mediamente tra il 50 e il 60 per cento [3], e saranno ancora più bassi per le carriere discontinue e con periodi di lavoro parasubordinato;
- evitare "contatti" con i mercati finanziari e con la borsa, ritenuti troppo rischiosi e non convenienti [4].

A nostro avviso, la proposta non è condivisibile. Al contrario, sarebbe necessario muoversi in direzione diversa e, per certi versi, opposta. In questa Nota cerchiamo di spiegare il perché.

In altri lavori CERM pubblicati nel 2006 si sono espresse le ragioni del dissenso rispetto all'intervento sul TFR in Finanziaria-2007: sia l'avvio del silenzio-assenso allo smobilizzo in assenza di una normativa consolidata sulla fiscalità dei pilastri privati, sia, soprattutto, la previsione che il TFR inoptato nelle imprese con più di 50 addetti confluisca nel "fondo infrastrutture" gestito dall'Operatore Pubblico (in conto di tesoreria). Questa Nota si concentra su quella da alcune parti salutata come una proposta alternativa che avrebbe potuto / ancora potrebbe ovviare alla creazione del "fondo infrastrutture". In realtà, entrambe le proposte allontanano l'Italia dalla trasformazione multipilastro, con effetti negativi micro e macroeconomici, sia interni al *welfare system* sia coinvolgenti, direttamente e indirettamente, l'intero sistema socio-economico.

Alcune tra le argomentazioni seguenti si riferiscono in particolare alla proposta di utilizzare il TFR a maggiorazione della contribuzione al pilastro previdenziale pubblico; tuttavia, la maggior parte (alcuni paragrafi del capitolo 2 e poi i capitoli da 4 al 7 e il *post-scriptum*) è a supporto dell'ottimalità di un sistema pensionistico diversificato nella formula di calcolo dei benefici (capitalizzazione nozionale *vs.* capitalizzazione reale) e nella forma di finanziamento (ripartizione *vs.* liquidazione dell'investimento). Queste ultime hanno, quindi, una portata più generale e coinvolgono criticamente anche gli articoli della Finanziaria-2007 che si riferiscono al TFR.

Il dibattito corrente ci sembra ignorare del tutto alcuni aspetti fondamentali nel valutare le *performance* relative dell'assetto mono – multipilastro:

- le potenzialità di una gestione dinamica di portafoglio su scala internazionale (*capitolo 2*);
- l'endogeneità del tasso di crescita del PIL alla riforma di una voce importante di spesa pubblica come quella pensionistica (*capitolo 2*);
- il ruolo della fiscalità nel "sostenere" i rendimenti dei pilastri privati (*capitolo 4*);
- il ruolo della fiscalità nell'integrare obiettivi redistributivi nello sviluppo dei pilastri privati (*capitolo 6*);
- l'importanza della diversificazione tra pilastri previdenziali nello sviluppo degli altri istituti del *welfare system* che più direttamente perseguono obiettivi redistributivi ed equitativi (spesa assicurativa e assistenziale, la stessa spesa sanitaria; *capitolo 7*);
- la coerenza dei vantaggi micro e di quelli macroeconomici del passaggio al multipilastro, due "facce della stessa medaglia" (*capitolo 8*).

Molto importanti ad "ancorare" il dibattito a basi oggettive ci appaiono, inoltre, alcuni dati contenuti nella "Relazione annuale COVIP per il 2004" (*capitolo 5*). Se si confronta il tasso di crescita reale del PIL con il tasso di rendimento reale netto (ricostruito) dei fondi pensione e con il tasso reale netto di rivalutazione del TFR, tra il 1982 e il 2004, emergono chiari due fatti:

- l'inefficienza del TFR, che mostra un tasso medio annuo di rivalutazione negativo e pari a - 0,3 per cento, il più basso;
- la migliore *performance* dei fondi pensione rispetto alla crescita del PIL, con un 5,3 per cento medio annuo dei primi che si confronta con il 2,5 del PIL.

Il tasso dei fondi è netto sia dell'aliquota dell'11 per cento sull'accumulazione (virtualmente estesa a ritroso nel tempo), sia delle spese di amministrazione e gestione del capitale. Si consideri, oltretutto, che il dato dei fondi pensione deve essere inteso come fortemente sottostimato, perché non solo non ingloba le agevolazioni fiscali nella fase di contribuzione e di godimento dei benefici (*cf. infra*), ma è ottenuto ipotizzando una gestione statica di portafoglio (con la stessa composizione percentuale rilevata a fine 2004 che è riproposta meccanicamente all'indietro nel tempo).

È anche in virtù di queste due motivazioni che il punto di vista non cambia se l'orizzonte temporale viene allungato dal 1969 al 2004. Su questo orizzonte, mentre il tasso di rivalutazione reale netto del TFR (virtuale, perché il TFR è divenuto operativo dal 1982) aumenta la sua negatività e risulta pari al - 1,4 per cento annuo, il PIL mostra una crescita superiore (3,4 per cento) al tasso di rendimento dei fondi pensione (2,4). Tuttavia:

- non solo il dato dei fondi deve essere incrementato per tener conto del complesso delle agevolazioni fiscali e del miglior risultato che avrebbe prodotto una gestione non completamente adattiva (tanto più subottimale quanto più lungo il periodo di osservazione);
- ma si deve adeguatamente soppesare il fatto che il periodo comprende anni, i '70 e i primi anni '80, in cui la crescita economica è avvenuta a ritmi elevati (addirittura "a doppia cifra"), molto lontani da quelli che si stanno sperimentando adesso e difficilmente riproducibili senza riforme strutturali, come la diversificazione multipilastro, che adeguino il sistema economico-sociale ai cambiamenti intercorsi (*cf. infra*).

alcuni dati
per il
confronto dei
tassi di
crescita e di
rendimento

Se i dati COVIP mostrano inequivocabilmente l'inefficienza del TFR, sul cui smobilizzo non dovrebbero quindi esservi dubbi, essi, assieme alle argomentazioni proposte in questa Nota, mostrano anche i vantaggi di utilizzare il TFR per la trasformazione multipilastro del sistema pensionistico italiano. Se agisse responsabilmente, l'Operatore Pubblico non dovrebbe far domanda di quei capitali (*capitolo 8*):

- né per alimentare il "fondo infrastrutture" (che al lavoratore offrirà la stessa rivalutazione nozionale del tradizionale TFR, senza ricorrere a meccanismi di mercato per la massimizzazione dei benefici);
- né per aumentare la contribuzione al pilastro pubblico (che conta sull'accumulazione nozionale al tasso di crescita del PIL, ignorando equilibri e proporzioni del sistema socio-economico e del comparto produttivo; *cfr. infra*).

Nel seguito, si richiama l'attenzione sulle ragioni per cui qualunque utilizzo del TFR diverso dallo sviluppo del sistema multipilastro non abbia capacità di rinnovare il *welfare system* italiano ma, anzi, rischi di complicare e allontanare il raggiungimento di un nuovo moderno assetto. La trattazione si riferisce in particolare alla proposta di destinare il TFR a rinforzo della contribuzione al primo pilastro, ma i punti salienti possono essere *tout court* generalizzati, perché le due proposte - *TFR al primo pilastro / TFR al "fondo infrastrutture"* - si assomigliano molto più di quanto possa apparire a prima vista (*post-scriptum*). Le argomentazioni sono un invito alla trasformazione multipilastro.

1. IL DIVERSO EFFETTO SULLE PENSIONI RETRIBUTIVE E CONTRIBUTIVE

In primo luogo, l'aumento della contribuzione all'INPS avrebbe un effetto diverso per coloro che si pensioneranno integralmente con il vecchio criterio retributivo (*ante "Dini"*) e coloro che si pensioneranno con il criterio di transizione o con quello integralmente contributivo [5]. Il criterio retributivo, infatti, calcola l'assegno pensionistico facendo riferimento alle retribuzioni ottenute durante la carriera di lavoro dipendente, mentre nessun diretto collegamento avviene con le contribuzioni: a meno di prevedere una modifica della normativa previdenziale, il TFR non avrebbe modo di trasformarsi in maggiori pensioni pubbliche.

Questo problema rimane, tuttavia, di second'ordine, dal momento che in altre sedi si è discusso dei vantaggi di focalizzare lo smobilizzo del TFR (e la riduzione del costo del lavoro per l'impresa, il cosiddetto "cuneo") sui lavoratori meno anziani, come quelli rientranti nel criterio di transizione o contributivo [6].

2. I TASSI DI ACCUMULAZIONE

Se il TFR fosse "investito" nel primo pilastro, i benefici dei lavoratori si accumulerebbero al tasso di crescita (quinquennale) del PIL (quello di rivalutazione dei contributi per le pensioni contributive e per le quote contributive delle pensioni di transizione; la cosiddetta capitalizzazione nozionale). È corretto assumere che questo tasso sia più conveniente e meno rischioso di quelli ottenibili sui mercati finanziari da gestioni ottimizzanti?

Il confronto tra tasso di crescita reale del PIL e tassi di rendimento reale dei mercati finanziari è argomento lungamente dibattuto nella letteratura economica [7]. Nonostante l'analisi delle serie storiche porti evidenza che, sugli orizzonti propri della previdenza (pluridecennali), i rendimenti dei mercati siano significativi e sufficientemente stabili [8], resta inevitabilmente aperto il problema dell'incertezza delle *performance* future.

Probabilmente, posto in questi termini "schematici", il confronto è destinato a rimanere insoluto. È necessario un grado di approfondimento.

2.1 Il PIL del Paese e gli investimenti "senza frontiera"

Mentre il tasso di accumulazione dei contributi al primo pilastro è dato dalla crescita del PIL italiano, il rendimento degli investimenti previdenziali privati deriverebbe da una gestione su scala internazionale. Questo implica, non solo che è fuorviante limitarsi al confronto tra serie storiche domestiche (nel caso italiano e in generale), ma anche che la gestione degli investimenti previdenziali si avvantaggerebbe di un livello di ottimizzazione rischio-rendimento superiore rispetto a quello implicito nelle *performance* dei mercati finanziari nazionali [9].

2.2 La gestione dinamica del portafoglio

Nei confronti tra rendimenti ottenibili dai mercati e tasso di crescita del PIL (o altri *benchmark*) si sottovalutano spesso le caratteristiche della gestione professionale delle risorse: mano a mano che ci si approssima all'anno di accesso ai benefici, la composizione del portafoglio previdenziale si sposta verso *asset* meno rischiosi e di più facile liquidabilità. In questo modo, congiunture sfavorevoli dei mercati non possono compromettere o ridurre/ridimensionare il processo di accumulazione portato avanti sui lunghi periodi.

2.3 L'endogeneità del tasso di crescita del PIL: il *mix* finanziamento

Un altro aspetto che il dibattito monopilastro-multipilastro sovente sottovaluta è che il tasso di crescita del PIL non è esogeno rispetto alla riforma di un capitolo di spesa pubblica così importante come quello pensionistico.

Nella fase demografica degli Anni '60, '70 e dei primi '80, la numerosità delle generazioni giovani rispetto a quelle in quiescenza ha permesso che, tramite una pressione fiscale [10] e contributiva tollerabile, si potessero finanziare a ripartizione assegni pensionistici "generosi" come quelli del vecchio sistema retributivo [11].

Con l'inversione della piramide demografica, i parametri del sistema pubblico sono cambiati: è stata necessaria una continua revisione al rialzo della pressione fiscale e contributiva per poter finanziare le pensioni in erogazione [12]. Gli incrementi sono stati sì limitati dalle riforme pensionistiche degli Anni '90 [13], ma sia oggi che nelle proiezioni di lungo periodo l'incidenza sul PIL della spesa pensionistica pubblica rimane elevata (dal 14 per cento del 2005 al 14,5 del 2050, dopo la cosiddetta "gobba" tra il 2035 e il 2040 [14]) e, a *policy* invariata, non può che continuare a fare affidamento su aliquote fiscali e contributive corrispondentemente elevate.

Alte aliquote fiscali e contributive generano effetti distorsivi e disincentivanti sull'offerta e la domanda di lavoro e sulle scelte di investimento e produzione. Le teorie economiche mostrano che tali effetti aumentano più che proporzionalmente (con potenza quadratica) al crescere della pressione fiscale-contributiva. Un esempio dell'impatto negativo viene dall'analisi del livello e della composizione del costo del lavoro [15]: al 2005, l'Italia ha uno dei livelli più bassi tra Partner UE e inferiore sia alla media UE-15 sia a quella UE-19 e a quella OCSE; tuttavia, lo

è cambiato il sistema socio-economico, è necessario cambiare anche il sistema pensionistico ...

spaccato mostra come questa posizione relativa derivi direttamente dalle più basse retribuzione annue lorde, mentre il cuneo contributivo (gli oneri sociali a carico del datore) è il quarto più elevato tra tutti i Paesi OCSE (dopo Francia, Repubblica Ceca e Repubblica Slovacca) [16].

Uno dei vantaggi della diversificazione multipilastro consiste proprio nel bilanciamento delle modalità di finanziamento, con conseguente riduzione degli effetti depressivi dell'elevata pressione fiscale e contributiva. Il finanziamento a ripartizione funziona tramite il gettito raccolto sui redditi distribuiti dal processo produttivo; il finanziamento a capitalizzazione funziona tramite i risultati di investimenti, fiscalmente agevolati, che sono stati parte integrante dello stesso processo produttivo (cfr. nota [17] che offre alcuni dettagli sulla complementarità dei due criteri di finanziamento; si riportano gli argomenti in nota per non appesantire la lettura).

Ebbene, la proposta di indirizzare i flussi di TFR al primo pilastro va in direzione esattamente opposta alla diversificazione delle fonti di finanziamento, perché appesantisce ancor di più il sistema funzionante a ripartizione.

2.4 L'endogeneità del tasso di crescita del PIL: la funzione di produzione nazionale

Ma il PIL è endogeno anche per altre motivazioni. È necessario lasciare i pilastri privati completamente autonomi e liberi di indirizzare gli investimenti su scala internazionale, lì dove il gestore constata le opportunità migliori per perseguire l'obiettivo di massimizzare i benefici pensionistici. La loro finalità istituzionale è questa, e non devono essere confusi con strumenti/veicoli di politica economica e industriale. All'interno di questa impostazione, non si può non riconoscere che l'avvio di investitori privati istituzionali con orizzonti temporali lunghi arriverebbe a colmare un vuoto che storicamente ha contraddistinto i mercati finanziari italiani sul lato della raccolta del risparmio e dell'offerta di capitali.

Ma effetti positivi si produrrebbero anche sul lato della domanda di capitali. Infatti, un altro dei vantaggi di smobilizzare il TFR verso i pilastri privati consiste proprio nel fatto che, tramite l'intermediazione dei mercati finanziari, le risorse non rimarrebbero vincolate *ex-lege* all'impresa ma sarebbero indirizzate verso le opportunità migliori, quelle che, contemporaneamente, offrono la redditività più alta per l'investitore e sottintendono i progetti imprenditoriali più validi. Anche se i flussi non sarebbero vincolati a soddisfare la domanda di capitali interna, l'effetto positivo sarebbe aperto anche a quella parte di domanda interna in grado di farsi selezionare per redditività/validità.

Il fatto che sinora i pilastri privati esistenti abbiano ampiamente diversificato all'Estero non può divenire la ragione per impedirne lo sviluppo. Anzi, questa prassi di gestione è garanzia che l'unico obiettivo perseguito è la massimizzazione dei benefici di lungo periodo del lavoratore, senza interferenze della politica economica e industriale. Piuttosto, il problema dovrebbe essere affrontato in un approccio inverso: per far sì che, a fronte dell'offerta di risparmio di lungo termine che può arrivare dallo sviluppo dei pilastri previdenziali, il sistema produttivo italiano si faccia trovare preparato ad esprimere una domanda selezionabile per redditività, affidabilità e stabilità.

Questa argomentazione, che spesso è tacciata di semplicismo, ha, in realtà, delle motivazioni sostanziali, se si riflette che negli ultimi anni si sono rafforzati i segnali di una sottocapitalizzazione delle sistema produttivo italiano e di una conseguente sproporzione nell'utilizzo di capitale umano e capitale fisico: (a) diminuzione della produttività oraria del lavoro; (b) caduta della *TFP* (la produttività totale dei fattori, un indicatore dell'uso ottimale dei fattori nella funzione di produzione); (c) riduzione del tasso di crescita potenziale del PIL. Tutti elementi espressamente riconosciuti nell'ultimo DPEF (Documento di Programmazione Economica e Finanziaria, capitoli n. 3 e 4; cfr. www.tesoro.it).

complementarietà
del finanziamento
a ripartizione e di
quello tramite
liquidazione degli
investimenti sui
mercati

raccolta del
risparmio a
lungo
termine

canalizzazione
verso le
migliori
opportunità di
investimento,
ivi incluse
quelle nazionali
che sapranno
farsi
selezionare

... per contrastare la caduta degli aggregati del risparmio e dell'investimento che è possibile attendersi dal processo di invecchiamento della popolazione

La necessità di stimolare gli investimenti produttivi da parte degli attivi e soprattutto dei giovani appare tanto più importante quando si riflette che il processo di invecchiamento della popolazione, che interesserà l'Italia in proporzioni maggiori che i Partner UE e OCSE, influenzerà anche gli aggregati macroeconomici del risparmio e dell'investimento: al crescere dell'età media la propensione al risparmio tende a calare e le scelte di portafoglio a rivolgersi verso le soluzioni più liquide; è quindi necessario compensare incentivando gli investimenti (reali e produttivi, non nozionali) a partire dalle prime fasi della vita.

Ebbene, anche da questo punto di vista, la soluzione di rafforzare il primo pilastro a ripartizione si dimostra non all'altezza. L'INPS non investe e ne risulterebbe indebolito il processo di accumulazione di capitale. Si creerebbe una condizione ancor meno propensa alla crescita di quella attuale, in cui il TFR è vincolato presso l'impresa e non può dirigersi verso le opportunità di impiego migliori [18].

2.5 L'endogeneità del tasso di crescita del PIL: sostenibilità e stabilità delle Finanze Pubbliche

A nostro giudizio, v'è un altro motivo per cui il tasso di crescita del PIL deve ritenersi endogeno all'assetto del sistema pensionistico. La stabilità di lungo termine delle Finanze Pubbliche dipende intrinsecamente da quella riforma "definitiva" del sistema pensionistico pubblico che l'Italia sta inseguendo da oltre un quindicennio. Aumentare nel contempo contributi al primo pilastro e importo delle pensioni che il primo pilastro sarà chiamato ad erogare non risolve l'agenda riformista, e anzi la complica.

aliquota IVS al 39,6% e incidenza sul PIL delle pensioni pubbliche al 2050 compresa tra il 16 e il 16,7 per cento

A parità di proiezioni di lungo termine del PIL, che lo smobilizzo del TFR verso il primo pilastro non modifica perché non è foriero di cambiamenti strutturali negli incentivi individuali e nel sistema produttivo, l'incidenza delle pensioni aumenterà. Se si accettano le valutazioni dei proponenti la riforma di un innalzamento del tasso di rimpiazzo compreso tra il 10 e il 15 per cento, la proiezione dell'incidenza sul PIL delle pensioni pubbliche passa (in un calcolo approssimativo di aumento nella medesima proporzione) dal 14,5 al 16-16,7 per cento, con un'aliquota complessiva (lavoratore e datore) di contribuzione all'INPS (aliquota IVS - invalidità, vecchiaia, superstiti) che da subito salirebbe a tutti gli effetti da 32,7 punti percentuali di retribuzione annua lorda a 39,6 [19].

Alta incidenza della spesa sul PIL e alta incidenza della contribuzione sulle retribuzione lorde per finanziare anno per anno la ripartizione: non sono parametri rassicuranti per la sostenibilità e la stabilità delle Finanze Pubbliche.

3. I TASSI IMPLICITI NELLA CONVERSIONE IN RENDITA

Se sono così forti i dubbi che l'"investimento" nel pilastro pubblico sia più conveniente nella fase di accumulazione dei benefici (e anzi emergono motivazioni a supporto del contrario), le stesse argomentazioni possono essere ripetute per la fase di trasformazione del montante in rendita e di godimento dei benefici.

un pregio del sistema pubblico finanziato a ripartizione ...

Le regole del contributivo nozionale (le "Dini") convertono il montante in rendita ipotizzando che sul capitale residuo l'accumulazione continui ad un tasso reale dell'1,5 per cento. L'indicizzazione all'inflazione avviene *ex-post*, all'atto dell'erogazione, anno per anno, della rendita pensionistica. Queste regole hanno un pregio importante: permettono una piena indicizzazione all'inflazione, offrendo una assicurazione del pieno mantenimento del valore reale che il mercato privato delle rendite difficilmente eroga e, quando lo fa, eroga a costi elevati e proibitivi per la generalità dei lavoratori pensionandi [20]. L'aggancio completo

all'inflazione per tutti è possibile proprio perché il criterio di finanziamento è quello a ripartizione, che ogni anno dà la certezza che esistano risorse adeguate, derivanti dal gettito fiscale e contributivo, per il pagamento delle pensioni in erogazione. È, quindi, una proprietà strettamente connessa alla gestione pubblica e al criterio a ripartizione (è una capacità redistributiva anche questa, come quella evidenziata in nota [17] alla cui lettura si invita come parte integrante del testo).

... e un suo
"difetto"

Di contro, le stesse regole utilizzano un tasso reale prestabilito, l'1,5 per cento, rispetto al quale è plausibile che una gestione finanziaria efficiente/efficace riesca a far meglio, nella media dei redimenti netti retrocedibili al titolare della rendita su un orizzonte post-pensionamento che *ex-ante* sicuramente supera il decennio (tenuto conto delle probabilità di morte/sopravvivenza ad età anagrafiche di pensionamento tra 60 e 65 anni).

Anche per il periodo di accesso ai benefici, quindi, si ripresentano caratteristiche del criterio di finanziamento a ripartizione e di quello a capitalizzazione che rendono ottimale il loro *mix*. Ancora una volta, la proposta di devolvere al primo pilastro il TFR va nella direzione di precludere la costruzione di un assetto bilanciato del sistema pensionistico, che sappia mettere assieme gli aspetti positivi, micro e macroeconomici, di ripartizione e capitalizzazione, di pubblico e privato.

4. IL SOSTEGNO AL RENDIMENTO DA PARTE DELLA FISCALITÀ

Nel valutare la convenienza relativa ad impiegare il TFR nel primo pilastro o nei pilastri privati si deve considerare anche l'effetto della fiscalità agevolata. Quest'ultima svolge un duplice ruolo: sia di incentivo all'adesione sia di concorso diretto alla formazione dei benefici pensionistici [21].

Il trattamento agevolato dei contributi ai pilastri privati fa sì che, di fatto, una parte di questi contributi sia ascrivibile alla fiscalità generale, che integra il flusso di investimento finanziato dal reddito del lavoratore. Inoltre, nella fase di gestione dei capitali, l'imposizione di favore sui rendimenti (rispetto a quella *standard* dei redditi da capitale) fa sì che la fiscalità generale rinforzi il processo dell'accumulazione composta. Infine, anche nella fase di godimento dei benefici, il più lieve prelievo fiscale su *una tantum* e rendita (rispetto all'imposizione *standard* sui redditi personali) entra nel calcolo del rendimento effettivo netto per il lavoratore-investitore.

Per valutare la convenienza relativa tra pilastri, quindi, non è sufficiente comparare il tasso di crescita del PIL e un indice di rendimento medio netto (dell'imposizione sui rendimenti) di un portafoglio previdenziale. È necessario un calcolo onnicomprensivo su tutta la vita.

5. I RENDIMENTI DI LUNGO TERMINE: UN CONFRONTO INDICATIVO

Trascuriamo, per un attimo, il sostegno alla redditività derivante dalla fiscalità agevolata nella fase di contribuzione e di godimento dei benefici.

La "Relazione Annuale COVIP per il 2004" contiene un interessante esercizio (pagg. 87-90) che ricostruisce all'indietro nel tempo i rendimenti netti che i fondi pensione negoziali di diritto italiano avrebbero ottenuto se avessero mantenuto lungo tutto l'orizzonte temporale la stessa composizione media di portafoglio rilevabile a fine 2004. Il rendimento è espresso al netto sia dell'imposta sostitutiva dell'11 per cento (virtualmente estesa all'indietro e applicata anche al

tasso di rivalutazione del TFR) sia degli oneri onnicomprensivi di gestione e amministrazione (di cui si suppone rimanga costante l'incidenza sul patrimonio rilevabile a fine 2004).

Tra il 1969 e il 2004, il rendimento medio nominale su base composta sarebbe stato pari al 10,5 per cento che, considerando un tasso di inflazione medio annuo sullo stesso periodo pari all'8,1 per cento (stessa fonte COVIP), diviene del 2,4 per cento reale. Se si restringe l'orizzonte agli anni 1982-2004 (periodo in cui è esistito anche il TFR), il rendimento medio annuo dei fondi si attesta sul 10,2 per cento che, al netto di un tasso di inflazione medio annuo del 4,9 per cento (stessa fonte COVIP), è pari al 5,3 per cento reale.

Sui due archi temporali considerati il tasso di crescita medio del PIL italiano, calcolato con gli stessi criteri (tasso medio in capitalizzazione composta; fonte: banca dati OCSE), risulta pari, rispettivamente, all'11,5 per cento e al 7,4 per cento; cioè, al netto del tasso di inflazione medio annuo, al 3,4 per cento e al 2,5 per cento reale.

Italia – PIL, fondi pensione e TFR a confronto

tassi su base annuale e in capitalizzazione composta	1969-2004	1982-2004
tasso di crescita medio reale del PIL	3,4% (11,5%)	2,5% (7,4%)
tasso di rendimento medio reale dei fondi pensione negoziali (al netto di spese di amministrazione e gestione e dell'imposizione sull'accumulazione)	2,4% (10,5%)	5,3% (10,2%)
tasso reale di rivalutazione del TFR (al netto dell'imposizione sull'accumulazione che si ipotizza sempre con aliquota 11% come per i fondi; D. Lgs. n. 47/2000)	-1,4% (6,7%)	-0,3% (4,6%)

nota: valori nominali tra parentesi; tra il 1969 e il 1982 il TFR non è esistito e il suo tasso di rivalutazione è virtuale

fonte: elaborazioni CERM su COVIP (2005) e OCSE (2006)

Con il doveroso *caveat* che gli andamenti storici non possono essere *tout court* utilizzati per inferire il futuro, sono possibili alcune considerazioni. È vero che il 1969 e il 2004 il tasso di crescita del PIL è stato superiore, ma il periodo comprende anni, i '70 e i primi anni '80, in cui la crescita economica è avvenuta a ritmi elevati ("a doppia cifra"), molto lontani da quelli che si stanno sperimentando adesso e difficilmente riproducibili senza riforme strutturali, come la diversificazione multipilastro, che adeguino il sistema economico-sociale ai cambiamenti intercorsi. Infatti, se si restringe l'analisi al periodo 1982-2004, il rendimento medio reale dei fondi supera di 2,8 punti percentuali la crescita media del PIL, che si riduce di circa 1 punto percentuale rispetto al periodo '69-'04.

Se poi si considera che, da un lato, il calcolo non ingloba l'effetto della fiscalità agevolata sui contributi e sui benefici e, dall'altro, che il portafoglio medio del 2004 non necessariamente è quello che anno per anno sarebbe corrisposto ad una gestione ottimizzante su scala internazionale (probabilmente è, questo, uno dei motivi che concorrono a far sì che sull'orizzonte più corto il tasso reale dei fondi più che raddoppi, perché la subottimalità del portafoglio pesa tanto più quanto maggiore è l'orizzonte), allora il confronto tende a volgersi a favore dei pilastri privati anche sull'orizzonte più lungo.

Per inciso, emerge la grave inefficienza del tradizionale TFR, sempre "battuto" sia dal PIL sia dai fondi e incapace di garantire il mantenimento del valore reale. Il valore negativo più ampio sul periodo '69-'04 si spiega con l'elevata inflazione degli anni '70 e dei primi '80. Anche ipotizzando (adesso che il rischio inflazione si è molto ridotto nel nuovo ordine monetario europeo) che, tra l'82 e il 2004, l'indicizzazione del TFR all'inflazione fosse stata perfetta (100 per cento in luogo del vigente 75), la rivalutazione reale netta dello stesso TFR

i fondi hanno offerto la performance reale migliore ...

... anche senza considerare il complesso delle agevolazioni fiscali e i vantaggi di un gestione dinamica di portafoglio

sarebbe stata dello 0,8 per cento all'anno, largamente inferiore alla crescita del PIL e soprattutto alla *performance* dei fondi.

6. LA REDISTRIBUZIONE TRAMITE LA FISCALITÀ DEI PILASTRI PRIVATI

Il corretto apprezzamento del ruolo della fiscalità agevolata è fondamentale per impostare i confronti tra assetto mono e multipilastro. È necessario approfondire bene le sue potenzialità, al di là del sostegno generale al rendimento in sintesi descritto ai paragrafi precedenti.

Come si è già detto, la fiscalità è la leva per stimolare l'adesione ai pilastri privati e nel contempo integrare i benefici maturandi. Essa ha però anche una terza proprietà che sinora è rimasta inespressa sia nel dibattito sia nella pratica di *policy*: "modellando" la fiscalità si riesce a perseguire una finalità redistributiva all'interno di contratti di accumulazione di lungo termine privati.

redistribuzione
attraverso la
fiscalità dei
pilastri privati ...

Se si supera l'immotivato postulato che la redistribuzione possa avvenire soltanto all'interno del sistema pensionistico pubblico, allora si allargano le potenzialità del multipilastro e la riforma del TFR ha possibilità di coagulare attorno a sé maggiori consensi politici.

Per inserire componenti redistributive nei pilastri privati sarebbe necessario rivederne la fiscalità a due soli anni dall'ultimo intervento in materia ("Maroni-Tremonti") che le ha attribuito marcati tratti regressivi. In varie occasioni, CERM ha avanzato proposte di riforma della fiscalità, verso schemi di moderata progressività, in grado di bilanciare lo sviluppo definitivo dei pilastri privati, il rafforzamento delle tutele per la più ampia platea dei redditi medio-bassi e le esigenze di contenere la *tax-expenditure* [22].

Il pilastro pubblico segue, a regime, un modello di fiscalità di tipo *EET* (esenzione-esenzione, tassazione), con contributi sociali del lavoratore deducibili dall'IRE (*E*), nessuna imposizione durante l'accumulazione nozionale (*E*) e imposizione progressiva sugli assegni pensionistici secondo lo scaglionamento IRE (*T*). Coerentemente con le indicazioni della teoria economica e gli ormai consolidati suggerimenti sulle *best practice* dell'OCSE, anche la fiscalità dei pilastri privati dovrebbe indirizzarsi verso questo schema, non solo per motivi di massimizzazione delle potenzialità di accumulazione, ma anche per evitare che tipologie di reddito assimilabili (aventi la stessa natura e in alcuni casi facenti capo allo stesso percettore) siano assoggettate a trattamenti fiscali diversi (è un punto di coerenza, unitarietà e fondazione/giustificazione politica del sistema impositivo).

Tuttavia, gli schemi fiscali dei pilastri privati potrebbero, pur all'interno dell'*EET*, mantenere una loro differenziazione rispetto al pubblico, giustificabile sulla base delle loro diverse proprietà. Inserita nel pilastro privato, una moderata progressività avrebbe alcuni effetti positivi:

- sarebbe direttamente connessa con una scelta di investimento, incentivandola più fortemente nelle classi di reddito medio-basse, dove la propensione al risparmio è più bassa e dove il valore assoluto della pensione pubblica creerà in prospettiva i problemi più urgenti di adeguatezza;
- andrebbe a vantaggio delle occupazioni flessibili e discontinue, dove si concentrano i redditi bassi e i lavoratori più giovani; costoro potrebbero per tempo avviare un programma di integrazione della pensione pubblica, avvantaggiandosi del maggior sostegno fiscale, concentrato su di loro.

... e sue proprietà
positive,
soprattutto per le
occupazioni
flessibili e
discontinue

A tale proposito, l'Editoriale CERM "*Fiscalità della previdenza privata e adeguatezza delle pensioni*" (su www.cermlab.it) sottolinea i vantaggi di utilizzare la leva della fiscalità agevolata concentrata su queste categorie, in luogo dell'innalzamento dei contributi sociali obbligatori del datore che potrebbe avere controeffetti nella congiuntura corrente di bassa

crescita del PIL e bassa occupazione, in cui si stenta a incentivare nuove assunzioni e a stimolare nuovi investimenti e nuovi programmi di produzione [23].

La questione del disegno della fiscalità dei pilastri privati è ampia e coinvolgente vari aspetti dell'assetto pensionistico multipilastro e del sistema impositivo. I dettagli del tema sono affrontati nel prossimo volume, in pubblicazione a cura di CERM, sulle riforme pensionistiche e le dinamiche del mercato del lavoro.

In questa sede si desidera sottolineare come, in presenza di una fiscalità dei pilastri privati coerente con il modello generale *EET* [24] e dotata di una moderata progressività anche nella fase di contribuzione e accumulazione, l'"investimento" del TFR nel pilastro pubblico diventi ancor meno conveniente, per la generalità del comparto del lavoro dipendente, di quanto sia potuto emergere nei precedenti paragrafi.

7. DIVERSIFICAZIONE TRA PILASTRI E SPESA ASSICURATIVA E ASSISTENZIALE

A ben vedere, il recupero di progressività nel riconoscimento delle agevolazioni fiscali alla previdenza complementare può dischiudere altre potenzialità organizzative del *welfare system*.

All'interno dei pilastri privati, questa caratteristica riuscirebbe a coniugare, come si è visto, la maggior attenzione per le classi di reddito medio-basse e le carriere flessibili e discontinue con la necessità di investire per generare i redditi delle pensioni a venire. La progressività si inquadrirebbe all'interno di un trattamento comunque per tutti agevolativo rispetto alla fiscalità *standard*, ma reso coerente con i principi costituzionali a fondamento della tassazione. Pilastri privati così organizzati avrebbero un motivo in più per complementarsi con il pubblico di base. Con la riforma "Dini" a regime il primo pilastro avrà ridotto al minimo i flussi redistributivi, spesso incontrollabili e in molti casi "perversi", che pervadevano invece il vecchio sistema retributivo a ripartizione *pre* riforme degli anni Novanta. Sarà un sistema (quasi) perfettamente neutrale sul piano finanziario-attuariale e questo:

- da un lato, rende necessario predisporre modalità adeguate e sostenibili di integrazione delle pensioni;
- dall'altro, permette risparmi di spesa pubblica nella voce pensioni, per rafforzare le voci di spesa di natura assicurativa e assistenziale, in Italia storicamente basse e sempre più inadatte di fronte alla varietà e alla complessità del sistema economico-sociale: dalle prestazioni per famiglia, malattia, maternità, disoccupazione, sino ai progetti mai realizzati (proprio per mancanza di copertura finanziaria) del fondo per la non autosufficienza e di qualche forma, ben disegnata e coerente con gli incentivi individuali, di reddito di cittadinanza che permetta a tutti (famiglie e singoli, *pre* e *post* pensionamento) di risalire la soglia della povertà.

Da questo punto di vista, il passaggio al sistema multipilastro non contraddice la funzione redistributiva e perequativa del *welfare system*, ma può renderla più efficace e penetrante:

- in ambito pensionistico, lo sviluppo dei pilastri privati collegherebbe la redistribuzione alle scelte di investimento e permetterebbe di semplificare le funzioni del sistema pensionistico pubblico riducendone il peso all'interno delle spese di *welfare*;
- in virtù di questi risparmi di spesa, si potrebbero indirizzare più risorse pubbliche verso quegli istituti del *welfare system* di natura assicurativa e assistenziale che, proprio perché redistribuiscono a fronte di rischi non gestibili sul mercato privato (come la disoccupazione) o di situazioni di necessità in cui le prestazioni non

la diversificazione della spesa per welfare; efficienza ed efficacia della redistribuzione ...

... più risorse per gli istituti assicurativi e assistenziali

dovrebbero dipendere dall'esistenza e dall'entità di una storia contributiva (famiglia, maternità, etc.), possono essere finanziate soltanto pubblicamente.

Il ribilanciamento pubblico-privato delle prestazioni pensionistiche è la via per razionalizzare i flussi redistributivi:

- quelli che rimarrebbero interni al sistema pensionistico premierebbero le scelte di investimento dei singoli, a fronte di prestazioni interamente appropriabili dagli stessi singoli;
- tutti gli altri sarebbero portati all'esterno del sistema pensionistico e collegati alla copertura contro i più grandi rischi sociali e agli interventi nelle situazioni di necessità/bisogno [25].

Questa visione, oltre che essere pienamente coerente con lo "spirito" della riforma "Dini", tende a rafforzare chiarezza e trasparenza dei canali attraverso cui avviene la redistribuzione delle risorse, per massimizzare efficienza/efficacia degli interventi, finalizzandoli a promuovere la responsabilizzazione dei singoli, la costruzione del benessere individuale e familiare, lo sviluppo del capitale umano e la crescita economica.

Con quest'ultima osservazione, la diversificazione multipilastro mostra un altro collegamento diretto con il tasso di crescita del PIL, che si dimostra endogeno per un'altra motivazione: se è vero (come tanta parte della recente letteratura economica dimostra [26]) che il welfare system può divenire strumento di crescita economica, esso lo diviene sicuramente di più quando la spesa pubblica non è concentrata sulla voce pensioni a sola tutela del benessere nell'ultima fase della vita degli insider al sistema pensionistico, ma è diversificata a favorire il mantenimento del benessere e dell'integrità psico-fisica di tutti i cittadini in tutte le fasi della vita. È così che, assieme alla qualità della vita, si promuove la partecipazione, diretta ed indiretta, del capitale umano alla creazione della ricchezza dell'individuo e della società.

Ebbene, la proposta di "investire" il TFR nel primo pilastro si muove in direzione diametralmente opposta: anziché ridurre la dimensione del pilastro pubblico per fare spazio agli istituti assicurativi e assistenziali, la aumenta aggravando uno sbilanciamento di cui l'Italia ha sofferto da sempre e tuttora soffre. Sarebbe necessario, invece, non solo smobilizzare il TFR verso i pilastri privati, ma anche, di pari passo con lo sviluppo di questi ultimi, avviare una graduale decontribuzione al pilastro pubblico, dal momento che, a policy invariata, le proiezioni al 2050 vedono ancora oltre la metà della spesa pubblica per il welfare system concentrata nella voce pensioni [27].

La diversificazione tra pilastri previdenziali va utilizzata come strumento per modernizzare il welfare system e concentrare l'intervento pubblico lì dove esso è più efficiente/efficace o addirittura insostituibile [28].

un altro motivo per cui il PIL è endogeno: efficienza/efficacia della redistribuzione e welfare system adeguato alla complessità socio-economica

per superare il welfare system "corporativistico" e rivolto solo agli insider

8. CONCLUSIONI: LA "RESPONSABILITÀ DELLA DOMANDA" DI CAPITALI

Alla luce delle argomentazioni presentate, la proposta di "investire" il TFR nell'INPS a rinforzo del pilastro pensionistico pubblico appare inadeguata, "antica" rispetto alla varietà di situazioni sociali che il *welfare system* dovrebbe essere in grado di fronteggiare.

Il tasso di crescita dell'economia non è esogeno rispetto all'organizzazione del *welfare system* e soprattutto di un comparto di spesa pubblica così rilevante in termini di punti percentuali di PIL come quello delle pensioni. Di fronte al processo di invecchiamento della popolazione, un sistema monopilastro finanziato a ripartizione (quantunque a capitalizzazione nozionale, con flussi redistributivi ridotti al minimo, come il "Dini") si presta a generare effetti distorsivi e disincentivanti sulle scelte dei datori di lavoro e dei lavoratori, a causa dell'elevata pressione fiscale e contributiva necessaria a finanziare le pensioni in erogazione. Per questo motivo, il TFR non dovrebbe essere destinato all'INPS, ad aggravare lo squilibrio, ma realmente investito sui mercati finanziari, per essere inglobato nelle modalità più efficienti/efficaci nel processo produttivo e concorrere a generare i redditi (pensionistici e non) di domani.

Gli spunti di riflessione sollevati in questo scritto vorrebbero far comprendere come la diversificazione multipilastro, di cui lo smobilizzo del TFR è parte integrante, non contrasta con gli obiettivi redistributivi, perequativi e solidaristici propri del *welfare system*. Al contrario, si presenta come una via per rafforzarli, allargando la varietà delle voci di spesa sociale e permettendo di concentrare l'intervento pubblico nei comparti in cui è più difficilmente sostituibile dal privato o addirittura insostituibile, come per le prestazioni assicurative contro rischi non gestibili sul mercato e per le prestazioni di tipo assistenziale (per definizione non dipendenti dalla storia contributiva individuale).

... i vantaggi di un *welfare system* diversificato e proporzionato nelle sue componenti ...

Inoltre, la finalità redistributiva può trovare collocazione anche all'interno dei pilastri privati, attraverso appropriata modulazione delle agevolazioni fiscali lungo tutta la durata dell'investimento previdenziale, dalla contribuzione, all'accumulazione, al godimento dei benefici. Non solo non ha fondamento la tesi che lo sviluppo dei pilastri privati indebolisca *tout court* la coesione sociale, ma dal disegno delle agevolazioni può scaturire una proprietà positiva, come il collegamento dei flussi redistributivi a scelte di investimento di lungo termine. Perequazione, responsabilizzazione e crescita della ricchezza individuale e aggregata.

Non a caso, all'interno del fitto dibattito sul "destino" del TFR, uno dei punti che ci sembra più equivoco è proprio quello che descrive, come fossero separati o addirittura antitetici, i benefici per il singolo e quelli cosiddetti sistemici. In realtà, sono due "facce della medesima medaglia", proprio per i due ordini di ragioni appena riepilogati:

- il tasso di crescita del PIL, utilizzato nell'accumulazione nozionale dei contributi versati al pilastro pubblico, è endogeno e, in mancanza di riforme ottimizzanti l'organizzazione del *welfare system* e del sistema pensionistico, rischia di divenire un "formale promessa" senza radici nella realtà dei processi produttivi;
- la diversificazione tra pilastri previdenziali è propedeutica allo sviluppo degli altri istituti del *welfare* che tutelano il singolo da eventi avversi lungo tutta la vita e ne promuovono costantemente l'inclusione nel sistema economico sociale.

Dicotomie micro-macro possono emergere soltanto a fronte di riforme multipilastro sbagliate.

la dicotomia micro-macro non sussiste "per principio"

È sulla scorta di queste considerazioni che si auspica che il TFR non segua né la strada dell'INPS come *by-pass* per il cosiddetto "fondo infrastrutture" (purtroppo già avviato con la Finanziaria-2007, ma le scelte dei singoli possono "annullare" questa eventualità), né la strada dell'INPS come rinforzo al primo pilastro. Quelle del TFR sono risorse essenziali per la diversificazione multipilastro del sistema pensionistico italiano, con:

- il pilastro pubblico di base a dar conto, tramite l'accumulazione generalizzata di tutti i contributi al tasso di crescita del PIL (una sorta di "tasso tecnico"), mediamente del 50 per cento del rapporto di rimpiazzo;
- e quelli privati ad integrare il rapporto mediamente del 20 per cento e anche più (*cf.* nota [17]).

Un'ultima osservazione, prima di rimandare al volume in pubblicazione nei prossimi mesi per una trattazione più tecnica e più ricca di dettagli: tra le motivazioni addotte dai proponenti l'"investimento" del TFR nel primo pilastro v'è quella, generale, che trattandosi di una libera scelta del lavoratore (una "*free disposal*") la riforma non può che essere positiva, perché si lascia la possibilità al diretto interessato di valutarne la convenienza, di optare o meno per lo smobilizzo e per la destinazione finale delle risorse.

non vale il postulato della libera scelta del lavoratore-investitore ...

Non si condivide questo punto di vista. L'"investimento" nel primo pilastro implica che ci sia un'offerta di "investimento", quella del lavoratore, ma anche una domanda di "investimento, quella dell'INPS e, a monte dell'INPS, dell'Operatore Pubblico (dello Stato). Non è sufficiente l'autonoma volontà del lavoratore per perfezionare un cambiamento di questo genere, così come non è sufficiente l'offerta di capitali previdenziali da parte dei pilastri privati per farne automaticamente emergere la richiesta (e viceversa): domanda e offerta sono (dovrebbero essere) liberamente espresse e si incontrano (dovrebbero incontrarsi) sul mercato, e il perfezionamento dell'investimento non è una scelta unilaterale della sola offerta o della sola domanda, ma la conclusione di un contratto.

la responsabilità di governo non dovrebbe nascondersi dietro questo postulato ...

Non è, quindi, sufficiente la volontarietà dell'offerta al pilastro pubblico dei flussi del TFR per definire positiva la proposta. Dall'altra parte, l'INPS e, alle spalle dell'INPS, l'Operatore Pubblico dovrebbero sentire il dovere di valutare a fondo la "convenienza" di adattarsi *tout court* a quell'offerta di capitali, sulla base degli "impieghi" a loro disponibili e del tasso di rendimento effettivamente realizzabile in condizione di equilibrio socio-economico e di stabilità delle Finanze Pubbliche.

Il senso di responsabilità di Governo chiede di tenere nella dovuta considerazione tutte le conseguenze micro e macroeconomiche che possono discendere, nel breve e nel lungo periodo, dall'"investimento" del TFR nel primo pilastro. Tra queste, le conseguenze che si sono sinteticamente descritte in questo contributo e che, anche per il loro contenuto tecnico e per la loro scala aggregata difficilmente coglibile, possono sfuggire al singolo, ma non possono certo essere ignorate da chi ha responsabilità di Governo.

... sia nel caso della proposta del TFR all'INPS che nel caso, già legge dello Stato, del TFR al "fondo infrastrutture"

È questa la *ratio* che ci porta a concludere che, anche di fronte a lavoratori che offrirono il TFR all'INPS, il Governo non ne dovrebbe fare domanda. Per lo stesso motivo, il Governo non avrebbe dovuto esprimere domanda per i capitali TFR che adesso potrebbero affluire al "fondo infrastrutture" (*cf. post-scriptum*).

P.S. - TFR AL “FONDO INFRASTRUTTURE” E TFR AL PRIMO PILASTRO: SONO DAVVERO COSÌ DIVERSE LE DUE SOLUZIONI?

Altri contributi del CERM sono stati dedicati, nei mesi scorsi, a descrivere le criticità della soluzione approntata in Finanziaria-2007, che ad oggi rende possibile che parte del TFR (quello presso le imprese con più di 50 addetti) affluisca al “fondo infrastrutture” e venga gestito pubblicamente. Questa Nota ha tratto spunto dalla proposta, nei mesi scorsi circolata come alternativa alla scelta di parte governativa, di utilizzare i flussi di TFR come maggiorazione della contribuzione al pilastro previdenziale pubblico.

Ma sono davvero così diverse le due soluzioni? .

A nostro giudizio no e, anzi, esse condividono la maggior parte delle criticità sollevate in questa sede:

- entrambe allontanano dalla trasformazione multipilastro del sistema previdenziale e dalla diversificazione della spesa per *welfare*;
- come il pilastro pubblico, anche il “fondo infrastrutture” funzionerà, per il calcolo dei benefici, a capitalizzazione nozionale perché:
 - (1) deve garantire lo stesso tasso di rivalutazione del TFR ...
 - (2) ... a fronte di investimenti in opere di pubblica utilità che non è detto abbiano quel rendimento, soprattutto se devono perseguire obiettivi di natura politica e sociale che normalmente dovrebbero contare sul gettito della fiscalità generale e non (solo) sulla capacità di generare autonomamente reddito ([29][30]; si invita alla lettura della nota [30] come fosse parte integrante del testo);
- come per il pilastro pubblico, anche per il “fondo infrastrutture” il ripagamento delle obbligazioni assunte con il lavoratore avverrà a ripartizione, cioè utilizzando il gettito della fiscalità generale, e non liquidando (al loro valore di mercato) investimenti in precedenza effettuati; non potrebbe essere diversamente, dal momento che si fissa *ex-ante* il tasso di rendimento;
- in entrambi i casi, a fronte di contributi versati dal lavoratore allo Stato, si formano debiti dello Stato nei confronti del lavoratore, che si accumulano in capitalizzazione nozionale e il cui ripagamento è garantito dalla fiscalità generale.

*hanno le stesse
caratteristiche
finanziarie ...*

Semmai si dovesse sviluppare e avere vita lunga, a regime il “fondo infrastrutture” funzionerebbe né più né meno che come il primo pilastro previdenziale, con l’unica differenza data dal tasso di rendimento nozionale: per le pensioni pubbliche (contributive) il tasso di crescita (quinquennale) del PIL; per il “fondo infrastrutture” l’1,5 per cento reale più il 75 per cento del tasso di inflazione (nell’attuale contesto macroeconomico, livelli nominali non molto discosti dai tassi di crescita nominali del PIL). Il “vantaggio” per le Finanze Pubbliche sarebbe soltanto nella fase di transizione, in cui il meccanismo genererebbe avanzi di cassa, perché a fronte dell’afflusso immediato di contributi i pagamenti rimarrebbero posticipati (situazione speculare a quella che si crea in avvio di primo pilastro).

Se, dunque, il “fondo infrastrutture” replica il funzionamento del primo pilastro (capitalizzazione nozionale finanziata a ripartizione), può esser visto come un’aggiunta, un rinforzo del primo pilastro: due modalità sostanzialmente identiche di gestire i contributi dei lavoratori su archi temporali lunghi, ripagandoli attraverso la pressione fiscale-contributiva sui redditi che di volta in volta emergeranno nel processo produttivo, senza intermediazione dei mercati finanziari che allochi i capitali e ne ottimizzi il concorso allo stesso processo produttivo.

Per questo motivo, la soluzione adottata in Finanziaria-2007 condivide le stesse caratteristiche finanziarie della proposta che vorrebbe il TFR "investito" nel primo pilastro: la prima, nella misura in cui avrà seguito, affiancherà al pilastro pubblico un altro pilastro contributivo nozionale a ripartizione; la seconda vorrebbe aumentare direttamente la dimensione del primo pilastro contributivo nozionale a ripartizione.

*... e gli stessi
limiti*

Per entrambe le soluzioni valgono quindi tutti i fattori critici discussi in questo scritto, così come la conclusione che la responsabilità di Governo dovrebbe indurre a non fare domanda di capitali per i quali non si è in grado di proporre impieghi chiari e trasparenti, con una redditività reale alla base delle promesse di rendimento nominale.

È un principio molto più generale dell'applicazione che qui se ne sta facendo. È uno dei principi cardine che dovrebbero presiedere alla politica del debito pubblico (ovviamente, assieme alle altre che derivano dalle molteplici funzioni attribuibili al debito pubblico).

Qualunque impiego del TFR, diverso dalla diversificazione multipilastro e dall'investimento reale sui mercati finanziari, aggrava i problemi che una futura (auspicabilmente "definitiva") riforma del sistema pensionistico dovrà fronteggiare. Qualunque impiego diverso continua a fare appello all'"economia di carta" (le promesse di rendimenti nominalistici), per utilizzare un'espressione cara a Federico Caffè, quando invece è adesso necessario uno sforzo di "fondazione" nelle capacità del sistema produttivo reale [31].

2 Gennaio 2007

NOTE :

[1] In realtà, una parte dell'accantonamento al TFR è già destinato a rafforzare la contribuzione al primo pilastro. Si tratta dello 0,5% della retribuzione annua lorda, parte del 7,41% di accantonamento annuale, che non si accumula presso il datore di lavoro, ma è versato direttamente all'INPS come maggiorazione dell'aliquota contributiva per l'assicurazione generale IVS. Riferimenti: (1) Legge n. 297 del 1982, "Disciplina del TFR e norme in materia pensionistica", articolo 2, ultimi due capoversi; (2) "Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese", pagina 301, Tabella PS.18. È una questione puramente "nominalistica" vedere lo 0,5% a maggiorazione della contribuzione del datore o del lavoratore (la contrattazione datore-lavoratore avviene sul totale delle voci rientranti nel costo del lavoro).

[2] Cfr. www.eguaglianzaeliberata.it: "Il TFR giocato al casinò" di A. Lettieri e "L'uovo di Colombo per la previdenza" di F. R. Pizzuti.

[3] Cfr. simulazioni in Quaderno CERM n. 2-06, "Opting-out previdenziale, smobilizzo del TFR e basi strutturali per il pilastro privato".

[4] Sul punto, cfr. in particolare "Il TFR giocato al casinò" di A. Lettieri.

[5] Rientrano integralmente nel criterio di calcolo retributivo i lavoratori che nel 1995 possedevano più di 18 anni di contribuzione. I *new enter* dal 1995 in poi rientrano nel criterio integralmente contributivo. Coloro, infine, con non più di 18 anni di contribuzione nel 1995 rientrano nel criterio di calcolo di transizione.

[6] Cfr. OpEd n. 25-06 su www.cermlab.it.

[7] Cfr. riferimenti in Amato-Marè (2001), "Le pensioni – Il pilastro mancante".

[8] Pagg. 38-49 di Amato-Marè (2001).

[9] Andrebbero più attentamente valutate le proprietà anticicliche dell'internazionalizzazione del portafoglio previdenziale. La ricerca dei rendimenti più alti (sotto il vincolo dell'esposizione al rischio e nel rispetto dei limiti regolamentari alla composizione di portafoglio) conquista base imponibile al Fisco nazionale. Potrebbe essere una via di "autofinanziamento" della fiscalità agevolata riconosciuta ai pilastri privati, da non sottovalutare.

[10] La quota parte della pressione fiscale attribuibile al finanziamento delle pensioni in erogazione.

[11] E' la *ratio* che rende ottimale il finanziamento a ripartizione quando il tasso di crescita della popolazione è elevato. L'inquadramento originario è in Samuelson (1958), "An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money", in "Journal of Political Economy", vol. 66, December. Una efficace descrizione in Italiano è in Artoni (1999), "Lezioni di Scienza delle Finanze", Bologna, Il Mulino.

[12] "Il primo di questi [elementi] è rappresentato dagli incrementi delle aliquote contributive succeduti a varie scadenze. Per il FPLD si è verificato tra il 1980 e il 1996 un incremento di oltre 9 punti percentuali che ha portato l'aliquota dal 23,9% al livello del 32,7% mentre per gli artigiani e i commercianti l'aumento delle entrate contributive dipende, oltre che dall'innalzamento dell'aliquota, passata rispettivamente dal 4% e 4,20% del 1982 al 16,4% e 16,79% del 2000, anche dall'aumento della base imponibile ai fini contributivi. [...]". Fonte: "Terzo rapporto su contributi e pensioni INPS Regione per Regione", Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali.

(<http://www.welfare.gov.it/NR/rdonlyres/elsyaixq3cq95q2u2lxermvfmwxfzubbep3rhzys3q7s4m73ib3la3qna4bgcvv/f4guqfobhybiyy7wu2urjaf4ig/terzorapportoinps2.doc>)

[13] Che hanno trasformato il sistema da retributivo a ripartizione a contributivo a ripartizione, sia pure con una lunga fase di transizione.

[14] Cfr. "Programma di Stabilità dell'Italia – Aggiornamento del Dicembre 2006". Cfr. anche lavori del Gruppo di Lavoro sull'Invecchiamento della Popolazione di ECOFIN.

[15] Cfr. OpEd CERM n. 25-06, "L'orizzonte al di là del cuneo", su www.cermlab.it.

[16] "[...] Il disincentivo all'ampliamento dimensionale, all'investimento e all'assunzione di personale qualificato prodotto da alti livelli di imposizione [trova] conferma nella bassa produttività dei fattori e nelle basse retribuzioni osservabili nell'attuale contesto italiano. E' questo il circuito che la Finanziaria-2007 tenta di invertire, quando all'articolo 18 prevede una riduzione del cuneo lato impresa. [...]". Fonte: OpEd CERM n. 25-06, "L'orizzonte al di là del cuneo", su www.cermlab.it.

[17] Le due modalità di finanziamento hanno caratteristiche diverse e attivano stimoli e reazioni altrettanto diversi nel sistema economico-sociale. In questo caso, ci si sta focalizzando sull'impatto sulle scelte individuali del prelievo fiscale-contributivo per pagare le pensioni in erogazione da un lato e, dall'altro, delle agevolazioni fiscali per gli investimenti previdenziali privati che, a scadenza, concorreranno a finanziare le pensioni complementari. In presenza di una popolazione in rapido invecchiamento, la sola ripartizione, finanziata attraverso il gettito, tende a rendere statico il sistema, enfatizzando i controeffetti delle leve fiscali e contributive; per converso, l'introduzione di una quota di capitalizzazione reale permette di limitare questi controeffetti e, nel contempo, stimola risparmio e investimenti che entrano nel processo produttivo.

Si sottolinea, però, come questa ratio non può essere estremizzata a concludere che il sistema pensionistico debba funzionare integralmente a capitalizzazione reale. Ci sono altre caratteristiche che rendono ottimale il *mix* di ripartizione e capitalizzazione reale: la diversa esposizione al ciclo economico; la necessità di evitare condizioni di sovrainvestimento (esigenza simmetrica a quella di evitare ricorso eccessivo alla leva fiscale e contributiva); la diversificazione tra *asset* per ottimizzare il *trade-off* rischio-rendimento (un portafoglio previdenziale con due grandi *asset* in luogo di un monoportafoglio).

Tra queste caratteristiche non rientra, a nostro giudizio, la possibilità di effettuare redistribuzione, almeno nel senso con cui il dibattito ha comunemente affrontato il tema sino ad oggi: il pilastro pubblico in grado di svolgerla, quello privato per definizione no. Una posizione di questo genere trascura completamente il ruolo delle agevolazioni fiscali alla previdenza privata e la loro modellabilità per inglobare anche finalità redistributive (un aspetto trattato in dettaglio nel volume CERM in pubblicazione).

C'è, invece, una specifica funzione redistributiva che ci appare davvero appannaggio del sistema pubblico finanziato a ripartizione, ma che paradossalmente è trascurata dal dibattito corrente. L'accumulazione dei contributi al pilastro pubblico secondo la crescita del PIL ha implicito un meccanismo redistributivo, perché estende a tutti i lavoratori la possibilità di un investimento ad un predefinito tasso, non direttamente offerto dai mercati finanziari e la cui ricostruzione tramite la gestione di portafogli privati sarebbe molto costosa e su archi temporali lunghi proibitiva. Si consideri che disporre di un "tasso tecnico" a rischiosità nulla o molto bassa agevola la gestione di portafoglio e la massimizzazione dei rendimenti sotto il vincolo di esposizione massima al rischio.

Questo aspetto è sottovalutato o ignorato da chi sostiene che un sistema contributivo nozionale come il "Dini", o altro sistema anche più neutrale del "Dini" sotto il profilo redistributivo, renda inutile la gestione pubblica (cfr. volume CERM in pubblicazione). È, questo, un elemento molto importante nel valutare la convenienza micro e macroeconomia dell'assetto multipilastro.

[18] Cfr. anche Jappelli-Padula su www.lavoce.info, "Meno risorse per l'accumulazione".

[19] La proiezione di lungo termine è quella contenuta nel "Programma di Stabilità dell'Italia - Dicembre 2006". All'aliquota di contribuzione IVS (23,81 a carico del datore, 8,89 a carico del lavoratore) è sommata l'aliquota netta di accantonamento TFR (6,91).

[20] Per le compagnie assicurative il "rischio inflazione" è complesso da gestire e quindi costoso. Più che alla categoria del "rischio", l'andamento del tasso di inflazione ricade in quella dell'"incertezza".

[21] Cfr. Benetti su www.eguaglianzaeliberta.it, "TFR all'INPS, una 'terza via' poco convincente".

[22] Cfr. Nota CERM n. 5-04, "Incentivazione della previdenza privata e contenimento della tax-expenditure".

[23] Come impedire, per esempio, che la più alta contribuzione del datore di lavoro non si scarichi in minori retribuzioni dirette, con ciò non solo annullando l'effetto della maggiore accumulazione di benefici pensionistici, ma anche creando più stringenti vincoli di liquidità nell'immediato? .

[24] Sarebbe coerente con lo schema generale *EET*, per esempio, (1) la detrazione dei contributi, (2) una imposizione sui rendimenti a doppia aliquota scaglionata con la prima percentuale nulla o molto contenuta, (3) la chiamata a imposizione personale progressiva della rendita.

[25] Tuttavia, si riveda quanto descritto in nota [17] a proposito della redistribuzione implicita nella garanzia di accumulazione dei contributi al tasso di crescita del PIL, valido per tutta la platea dei lavoratori dipendenti (e per la maggior parte degli autonomi e dei liberi professionisti).

[26] Cfr. Artoni (2005), "Stato Sociale", <http://host.uniroma3.it/associazioni/rossidoria/db/files/FilesGenerici/Artoni.PDF>.

[27] Cfr. Nota CERM n. 13-06, in cui si descrive la necessità di coordinare il taglio del cuneo fiscale-contributivo lato impresa con la decontribuzione del datore all'INPS e la riduzione della spesa pensionistica pubblica. A *policy* invariata, nel 2050 l'incidenza della spesa pensionistica pubblica sul PIL rimarrà superiore al 14 per cento ma, rispetto ad oggi, cambierà la sua composizione: un maggior numero di assegni in erogazione (conseguenza dell'invecchiamento della popolazione) di un importo medio più basso (il tasso di rimpiazzo sarà mediamente compreso tra il 50 e il 60 per cento, con valori sensibilmente inferiori per gli individui con carriere flessibili e discontinue). La diversificazione multipilastro serve nel contempo a:

- ridurre l'incidenza della spesa pensionistica pubblica;
- ridurre gli effetti distorsivi/disincentivanti del finanziamento a ripartizione di fronte alla popolazione in rapido invecchiamento (tali effetti che frenano la crescita economica);
- promuovere la crescita economica, sia attraverso gli investimenti produttivi diretti sia attraverso la diversificazione della spesa per il *welfare state* e l'innalzamento di efficienza/efficacia dei flussi redistributivi;
- perseguire l'adeguatezza delle pensioni, senza distinzione di categoria occupazionale.

Il riequilibrio tra le risorse annualmente "investite" nel pilastro pubblico e in quelli privati non è "a somma zero"; è a "somma positiva" sia a livello macro sia a livello microeconomico.

[28] Il dibattito riformista affronta spesso il "trade-off" tra spesa pensionistica e spesa assicurativo-assistenziale. Restano poco sottolineati, però, due aspetti.

(1) In primo luogo, la spesa assistenziale si rivolgerebbe anche alle età anziane. Ad esempio, se fosse introdotto un istituto di salvaguardia del livello di reddito minimo, per le età anziane esso ingloberebbe pensioni/assegni sociali e integrazioni al minimo. Inoltre, se la spesa assistenziale divenisse più collegata alle singole funzioni (maggiormente microfondata, "in-kind"), il sostegno riguarderebbe sicuramente ampie platee di persone in quiescenza (si pensi al trasporto pubblico, all'acquisto di medicinali rimborsati, alle spese per *utilities* come gas ed energia elettrica).

(2) In secondo luogo, il ribilanciamento pubblico-privato della spesa pensionistica si sta dimostrando sempre più urgente a fronte delle tendenze crescenti della spesa sanitaria. È questa la voce di spesa che in futuro sarà soggetta alle pressioni più forti e per molti versi non prevedibili (cfr. Quaderno CERM n. 1-06). Per mantenere un adeguato presidio pubblico su questa voce di spesa, che integra più delle pensioni la finalità redistributiva-perequativa (prestazioni non limitate nel valore e nella frequenza e non dipendenti dalla storia contributiva), è necessario spostare risorse dagli ambiti del *welfare* in cui c'è spazio per la complementarietà tra pubblico e privato e dove, per di più, la diversificazione risulta anche ottimale (il "filo conduttore" di tutto questo scritto).

In altri termini, la diversificazione tra pilastri, finalizzata anche alla diversificazione delle voci di *welfare state*, non può neppure essere travisata come uno spostamento dei flussi di redistribuzione dalle generazioni anziane a quelle giovani (una sorta di "guerra generazionale"). La sua lettura migliore, invece, consiste nel miglioramento della distribuzione della spesa per *welfare* lungo tutte le fasi di vita di uno stesso individuo e, soprattutto, sulla più ampia platea di cittadini, senza distinzione tra categorie occupazionali, tra *insider* (gli inclusi, i già interni al mercato del lavoro e a circuiti economico-sociali) e *outsider* (per i quali sono necessari percorsi di inclusione che favoriscano l'autonomia individuale, o sono necessari interventi a presidio dei diritti fondamentali).

[29] Sarebbe anche opinabile che si possa parlare, in senso stretto, di redditività di una infrastruttura pubblica che non fornisce beni/servizi escludibili e rivali e non è organizzata attorno ad una forma societaria, preferibilmente di tipo *public company* quotata, come Terna S.p.A. per fare un esempio. Si potrebbe sicuramente parlare di una redditività in senso lato (non per questo meno importante, anzi!), composta dagli effetti benefici dell'infrastruttura sul sistema economico-sociale, tra cui anche esternalità produttive quantificabili. Ma come si potrebbe rendere questa redditività pienamente e con certezza appropriabile da parte del lavoratore-investitore?. Se gli effetti positivi attesi sono quelli propri degli investimenti pubblici e dei beni pubblici, se ne dovrebbe dedurre che lo smobilizzo del TFR verso il "fondo infrastrutture" è, nel breve periodo (prima che gli afflussi comincino ad essere compensati dalle uscite) utilizzato come sostituto dell'indebitamento pubblico, e il previsto ripagamento tramite la fiscalità generale è lo stesso con cui normalmente sono onorati gli interessi passivi e a scadenza ripagato il debito pubblico. La scelta della Finanziaria (al di là di qualunque giudizio di formalità contabile) è da vedersi, quindi, come contrastante le politiche di abbattimento dello *stock* di debito pubblico e di riduzione della spesa annuale per interessi che l'Italia deve necessariamente perseguire per ottemperare al Trattato UE (si veda, a tale proposito, la recente valutazione dell'OCSE sulle dinamiche di lungo termine del debito pubblico nell'area Euro e, in particolare, in Italia: "Economic Survey of the Area Euro – 2007" su www.oecd.org).

La posizione critica non cambia anche se si prescinde sia dall'attuale situazione di alto indebitamento dell'Italia (che *tout court* rende estremamente critica una politica di ulteriore indebitamento per investimenti pubblici), sia dalla situazione di regime cui è destinato il "fondo infrastrutture", con i possibili afflussi compensati o comunque ridotti dai pagamenti dei lavoratori che chiederanno la liquidazione del TFR (anche se il pagamento avverrà tramite la fiscalità generale e non tramite le giacenze del "fondo infrastrutture", il vincolo complessivo di cassa dell'Operatore Pubblico sarà interessato in egual proporzione). Non cambia perché, anche prescindendo da questi fattori che comunque sussistono, non si può assumere *ex-ante* che l'effetto positivo sul tasso di crescita dell'economia sia maggiore quando gli investimenti sono guidati dall'Operatore Pubblico rispetto a quando i capitali sono allocati dal/sul mercato e gestiti professionalmente. E poi sono due fattispecie ben diverse: da un lato, l'effetto positivo anche su scala aggregata di una riforma multipilastro che mira, però, espressamente alla massimizzazione dei benefici

pensionistici (cfr. capitoli 2-3); dall'altro, la ricerca di un effetto positivo sull'economia di un vero e proprio programma di politica economica ed industriale che prevede una fase di intervento pubblico.

Prima di proseguire lungo questa strada sarebbe necessaria una profonda riflessione su: finalità da perseguire (costruzione di infrastrutture e beni pubblici vs. massimizzazione dei benefici previdenziali), ruolo delle Istituzioni e degli Operatori (Pubblico vs. Privato) e strumenti da utilizzare (fiscaltà generale vs. risparmi dei lavoratori). Alla base del "fondo infrastrutture" si avverte una pericolosa "confusione".

[30] In tutti i casi in cui i benefici pensionistici si accumulano ad un tasso di rendimento che non è quello effettivamente, anno per anno, prodotto da attività (finanziarie o reali) in cui si è appositamente investito, si ha capitalizzazione nozionale. In tutti i casi in cui per pagare le pensioni maturate non si ricorre alla liquidazione, al loro valore di mercato, degli investimenti appositamente effettuati, si ha finanziamento a ripartizione, perché le risorse devono essere reperite all'esterno del vincolo di bilancio intertemporale del singolo.

Il sistema pensionistico "Dini" calcola i benefici con capitalizzazione nozionale, cioè li accumula ad un tasso che non dipende dai rendimenti di investimenti realmente effettuati, e paga le pensioni a ripartizione, cioè con il gettito fiscale e contributivo anno per anno raccolto.

Il "fondo infrastrutture" funzionerebbe alla stessa identica maniera: i benefici per il lavoratore si accumulerebbero ad un prefissato tasso, scollegato dall'eventuale rendimento degli impieghi, e a scadenza *l'una tantum* sarebbe pagata con le risorse della fiscalità generale (a ripartizione quindi).

Il tradizionale TFR, pur con alcune diversità, funziona alla stessa maniera: i benefici si accumulano ad un tasso prefissato, scollegato dal rendimento dell'attività in cui i capitali sono virtualmente investiti, cioè quella del datore di lavoro; a scadenza, *l'una tantum* è sì pagata con liquidità del datore di lavoro, ma con il supporto di due meccanismi a ripartizione, consistenti (a) negli accantonamenti che i lavoratori ancora attivi continuano a versare e (b) nel fondo di garanzia del TFR (a logica mutualistica) sempre pronto a soccorrere in caso di inadempienza del datore di lavoro.

Non è univocamente condivisa la classificazione del TFR all'interno dei sistemi a capitalizzazione nozionale finanziati a ripartizione. In alcuni casi (cfr., per esempio, Jappelli-Pagano, "Meno risorse per l'accumulazione", su www.lavoce.info), il TFR è assimilato ad una obbligazione a lungo termine che l'impresa vende al lavoratore e rimborsa con gli interessi a fine carriera. Le caratteristiche "spurie" del TFR motivano i diversi punti di vista nella sua classificazione.

A noi sembra (per quanto non si voglia in una nota in calce definire con esaustività la questione) che la caratteristica "nozionale" della capitalizzazione stia nella responsabilità, e quindi nella forza degli incentivi individuali, della parte di chi domanda capitali di far corrispondere al tasso nominale di indebitamento (il tasso a cui sono emesse le obbligazioni per rimanere sull'esempio del TFR) un impiego dei capitali che realizzi almeno quel tasso (anzi, auspicabilmente di più, se il movimento di capitali deve creare ricchezza). Da questo punto di vista, andrebbe definita "nozionale" qualunque capitalizzazione a tassi promessi da richiedenti "irresponsabili", che non esitassero ad emettere titoli a rendimento alto ed irrealistico quando fronteggiassero costi di *default* bassi o inesistenti (è un fenomeno di *adverse selection* ben noto sui mercati finanziari).

Certo, questo è un caso estremo; non si sta sostenendo che il TFR rientri in questa casistica. Tuttavia:

(a) il basso tasso di rivalutazione *ex-lege*, addirittura negativo in termini reali su orizzonti lunghi, e prefissato senza problemi di scadenza e ricontrattazione (anche se, misurato nella congiuntura corrente, l'ordine di grandezza dei costi di smobilizzo è tutt'altro che "proibitivo", cfr. vari simulazioni e stime su www.cermlab.it);

(b) gli accantonamenti dei lavoratori che continuano l'attività e che concorrono a finanziare il pagamento dell'*una tantum* a chi la cessa (una ripartizione su scala ridotta);

(c) il fondo mutualistico di garanzia che introduce un *last resort payer* (una ripartizione in tutti i sensi);

ebbene questi tre elementi fanno sì che gli incentivi a massimizzare la resa reale dei capitali per legge "immobilizzati" presso il datore di lavoro siano affievoliti rispetto al caso in cui essi vengano gestiti sul mercato e indirizzati costantemente verso le migliori opportunità di investimento (valutate sia nel rendimento sia nel rischio).

È per questi motivi che il TFR ci sembra rientrare nella categoria a capitalizzazione nozionale e a ripartizione.

Un discorso simile vale, *mutatis mutandis*, per gli scambi di promesse intergenerazionali, resi possibili dall'intermediazione dell'Operatore Pubblico e dal ricorso al finanziamento a ripartizione (come il sistema pensionistico e il neonato "fondo infrastrutture"). Se non si considerano le conseguenze sull'economia dell'assetto del sistema previdenziale, le promesse di rendimento dei contributi sono nominalistiche, perché da un lato non v'è certezza alcuna che le risorse a disposizione in futuro siano sufficienti a finanziare pensioni adeguate, mentre dall'altro la sicurezza di poter sempre ricorrere alla fiscalità generale rende "soffice" il vincolo di preoccuparsi per tempo delle dinamiche aggregate. È questo il significato del titolo dell'ultimo capitolo: la "responsabilità" della domanda di capitali da parte dell'Operatore Pubblico.

Riepilogando:

- il sistema pensionistico pubblico funziona a capitalizzazione nozionale con finanziamento a ripartizione;
- il TFR è un "contratto" che funziona a capitalizzazione nozionale con ripagamento a ripartizione;
- la Finanziaria-2007 rende possibile la creazione di un "fondo infrastrutture" che assorba (almeno in parte) le risorse del TFR per un nuovo "contratto" (con debitore lo Stato in luogo del datore di lavoro) anch'esso funzionante a capitalizzazione nozionale con finanziamento a ripartizione;
- in alternativa al "fondo infrastrutture", il dibattito recente ha visto sorgere la proposta di devoluzione del TFR al primo pilastro previdenziale, cosa che estenderebbe la capitalizzazione nozionale con finanziamento a ripartizione.

Di fronte ad un così generalizzato ricorso (nei fatti e nelle ipotesi) a capitalizzazioni nozionali che, proprio perché non esplicitamente connesse ai rendimenti reali del processo produttivo, devono necessariamente finanziarsi a ripartizione, è necessario un ribilanciamento, un "aggancio" ai parametri reali. E' necessario non sviare il TFR dalla creazione di un sistema multipilastro, per bilanciare la capitalizzazione nozionale con quella reale e il finanziamento a ripartizione con quello che ricorre ai frutti concreti di investimenti appositamente fatti (si rimanda alla nota [17] per una sintetica disamina dei vantaggi della diversificazione, affinché questo auspicio non venga frainteso come un'apologia "mercaticista" come purtroppo è frequente vedere).

[31] Caffè riferiva l'espressione alle bolle speculative e ai mercati finanziari utilizzati come strumento di facili guadagni cui non corrispondeva la creazione di reale ricchezza (fosse essa materiale o immateriale). Ci sembra che la stessa espressione possa essere estesa, forse anche in proporzioni aggravate, ad una situazione in cui le generazioni (tramite il sistema pensionistico, il debito pubblico o alchimie come quella del TFR al "fondo infrastrutture" o all'INPS) si scambiano promesse di reddito nominalistiche, senza curarsi che lo sviluppo dell'economia renda quei redditi effettivamente disponibili. La *ratio* di base del sistema multipilastro è proprio questa: affiancare al pilastro pubblico di base pilastri funzionanti a capitalizzazione reale, tramite investimenti di lungo periodo che entrano nel processo produttivo e concorrono alla crescita dell'economia (è quanto è stato argomentato nei primi paragrafi della Nota).

2 Gennaio 2007

CERM - *Competitività, Regolazione, Mercati*
Via G. Poli n. 29
00187 ROMA, Italy
Tel.: 06 - 69.19.09.42
Fax: 06 - 69.78.87.75
www.cermlab.it
cermlab@cermlab.it

Competitività
Regolazione
Mercati

CERM

CERM pubblica

Note, Quaderni e Rapporti



nell'ambito delle Aree Tematiche:

FR - *Finanza Pubblica & Riforme* | **LR** - *Liberalizzazioni & Regolazione* | **IP** - *Innovazione & Produttività*