

PIL, fondi pensione e TFR

Fabio Pammolli e Nicola C. Salerno (CERM)

La capacità della Finanziaria-2007 di incentivare i lavoratori privati ad indirizzare il TFR ai fondi pensione è ancora oggetto di dibattito (cfr. Cesari 9/1/07 su www.lavoce.info), ma nel contempo il Governo annuncia (cfr. Il Sole24Ore del 6 Gennaio u.s.) un prossimo decreto per coinvolgere nello smobilizzo anche i dipendenti pubblici per i quali l'operazione è più complessa [1].

Il dibattito continua a soffrire di alcuni limiti riguardo:

- 1) gli orizzonti temporali per il confronto dei rendimenti;
- 2) il ruolo delle agevolazioni fiscali;
- 3) l'endogenità del PIL rispetto alle riforme previdenziali.

1) I rendimenti

Seguendo COVIP (2005) [2]: (a) ricostruiamo all'indietro nel tempo i rendimenti netti che i fondi pensione negoziali avrebbero ottenuto se avessero mantenuto la composizione media di portafoglio di fine 2004 su archi di tempo pluridecennali; (b) confrontiamoli con il tasso di crescita del PIL e con la rivalutazione netta del TFR.

Il rendimento è al netto sia dell'imposta sostitutiva dell'11% (virtualmente estesa all'indietro e applicata anche al tasso di rivalutazione del TFR) sia degli oneri onnicomprensivi di gestione (di cui si suppone rimanga costante l'incidenza sul patrimonio del 2004).

Italia – PIL, fondi pensione e TFR a confronto

<i>tassi su base annuale e in capitalizzazione composta</i>	1969-2004	1982-2004
tasso di crescita medio reale del PIL (tasso di accumulazione nozionale dei contributi nel pilastro pubblico) [3]	3,4% (11,5%)	2,5% (7,4%)
tasso di rendimento medio reale dei fondi pensione negoziali (al netto delle spese di gestione e dell'imposizione sull'accumulazione – 11%)	2,4% (10,5%)	5,3% (10,2%)
tasso reale di rivalutazione del TFR (al netto dell'imposizione sull'accumulazione – 11% come per i fondi; D. Lgs. n. 47/2000)	-1,4% (6,7%)	-0,3% (4,6%)
tasso reale di rivalutazione del TFR nel caso ipotetico di perfetta indicizzazione all'inflazione (<i>idem</i>)	0,4% (8,5%)	0,8% (5,7%)

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)

Pur nei limiti dell'esercizio, alcune considerazioni sono possibili. Nel periodo 1982-2004, **il rendimento reale dei fondi è del 5,3% e supera di 2,8 punti percentuali il tasso di crescita del PIL**. Considerando invece il periodo '69-'04 il rendimento scende a 2,4%, 1 punto percentuale in meno rispetto al PIL. Tuttavia, le dinamiche di crescita contenuta che hanno caratterizzato gli ultimi 15 anni ci inducono a ritenere più verosimile il primo degli scenari prospettati. **Emerge comunque**

l'inefficienza del TFR, che offre un rendimento inferiore sia al tasso di crescita del PIL sia al rendimento dei fondi, qualunque sia l'orizzonte temporale considerato.

Si deve aggiungere che **i dati sottostimano la performance dei fondi per due ragioni. In primo luogo**, il portafoglio medio del 2004 non necessariamente corrisponde alla composizione ottima in termini di rischio/rendimento che una gestione efficiente avrebbe realizzato anno per anno. Inoltre, quanto più è lungo l'orizzonte temporale tanto più questo fattore di inefficienza incide, e questo concorre a spiegare la differenza fra il rendimento dei fondi nei due periodi temporali considerati.

2) Il nuovo ruolo delle agevolazioni fiscali

In secondo luogo, si considera l'aliquota agevolata sui rendimenti (al suo livello massimo pari a 11%), ma non le agevolazioni fiscali nella fase di contribuzione e di godimento dei benefici.

CERM [4] stima che il complesso delle agevolazioni può aumentare il tasso di rendimento annuo di 2-3 punti percentuali, a seconda dell'aliquota marginale IRE. Se si introducesse **una moderata progressività nello schema impositivo dei pilastri privati**, non solo la convenienza allo smobilizzo sarebbe più chiara per tutti i lavoratori dipendenti, ma si aggiungerebbero altri effetti positivi [5]:

- la redistribuzione premierebbe gli investimenti in capitale produttivo;
- gli incentivi sarebbero più forti nelle classi di reddito medio-basse, dove la propensione al risparmio è inferiore e maggiori saranno i problemi di adeguatezza della pensione pubblica;
- se ne gioverebbero le occupazioni flessibili e discontinue, dove si concentrano i redditi medio-bassi e i lavoratori più giovani.

3) L'endogenità del PIL

Un aspetto ancor più importante è l'endogenità del PIL alle riforme previdenziali.

Ad oggi, il risparmio previdenziale si accumula quasi integralmente a tassi nozionali [6]. Così operano la pensione pubblica e il TFR [7]; così funzionerà il "fondo infrastrutture" avviato dalla Finanziaria (cfr. Jappelli-Pagano 20/12/06 su www.lavoce.info). **Circa il 40% del monte retribuzioni lorde viene virtualmente accumulato ogni anno, per maturare rendimenti virtuali.**

Un **ribilanciamento** con iniezione di capitalizzazione reale attraverso gli investimenti dei fondi può **sostenere la formazione di capitale e la crescita economica** (cfr. Jappelli-Pagano), ed è urgente se si considera che: **(a)** negli ultimi anni si sono rafforzati i segnali di una sottocapitalizzazione del sistema produttivo (cfr. ultimo DPEF, capitoli 3. e 4.); **(b)** con l'invecchiamento della popolazione, la propensione al risparmio tenderà a diminuire e le scelte di portafoglio a divenire più liquide.

Il ricorso diffuso alla capitalizzazione nozionale rende necessaria la ripartizione [8]: infatti, così si finanziano il sistema pensionistico pubblico, il TFR e il neonato "fondo infrastrutture". Negli anni '60, '70 e primi '80, la numerosità degli attivi rispetto agli anziani ha permesso che si potessero finanziare a ripartizione pensioni generose. Con l'inversione della piramide demografica i parametri sono cambiati: una quota crescente dei redditi prodotti anno per anno è assorbita dal pagamento delle pensioni. Si generano così effetti disincentivanti su offerta/domanda di lavoro e su investimento/produzione. La teoria economica mostra come tali effetti siano più che proporzionali rispetto al livello di pressione fiscale-contributiva.

Utilizzata in proporzioni squilibrate, la ripartizione **tende a rallentare la crescita economica**; per questo motivo è necessario un **ribilanciamento** con il finanziamento tramite liquidazione di investimenti effettuati *ad hoc* e che nel tempo hanno concorso al processo produttivo.

Conclusioni

La capitalizzazione nozionale estende a tutti l'accesso a uno stesso tasso di rendimento a basso o nullo rischio, possibile grazie al finanziamento a ripartizione e al patto intergenerazionale su cui essa si regge. La ripartizione, inoltre, finanzia la perfetta indicizzazione delle pensioni pubbliche all'inflazione. Per converso, sia la capitalizzazione nozionale che la ripartizione fanno affidamento sui redditi esistenti ma non si "misurano" direttamente con le attività di investimento e di produzione di ricchezza.

Al contrario, la capitalizzazione reale non può assicurare un tasso di rendimento garantito né l'acquisto di una rendita perfettamente indicizzata all'inflazione, ma indirizza i capitali previdenziali verso le opportunità migliori di rendimento/rischio, entrando direttamente nel processo di produzione di ricchezza reale.

Il processo di invecchiamento della popolazione fa venire meno le condizioni che avevano giustificato il ricorso esclusivo alla capitalizzazione nozionale finanziata a ripartizione.

Su questo quadro di sfondo, è necessario costruire un modello nuovo, fondato su di un *mix* dei criteri di calcolo e finanziamento, per produrre effetti positivi sia per il lavoratore-investitore (i rendimenti) sia a livello aggregato (il PIL) [9].

È solo all'interno di un modello misto che possono trovare collocazione la riforma delle pensioni pubbliche, il rafforzamento della spesa assicurativa e assistenziale (*cfr.* Di Marco 9/1/07 su www.lavoce.info) [10], l'avvio dei fondi pensione per il pubblico impiego su basi finanziarie il più possibile reali e non virtuali (il versamento solo figurativo del TFR realizza di fatto un'altra capitalizzazione nozionale da finanziare a ripartizione).

11 Gennaio 2007

NOTE :

[1] Al di là della trasformazione del Trattamento di Fine Servizio (TFS) in TFR per gli assunti prima del 1° Gennaio 2001, nel pubblico impiego il vero “scoglio” è quello di rendere effettivi i flussi di TFR destinati ai fondi (da reperire nelle disponibilità della Pubblica Amministrazione). Il versamento figurativo e l’accumulazione virtuale, oggi previsti dalla normativa (cfr. <http://www.fondoespero.it/html/01.00.00.php> e http://www.uiltn.it/servizi/lab_fond/lab_fond.html), sono una contraddizione nei termini, se l’obiettivo è quello di affiancare il pilastro pubblico a capitalizzazione nozionale (finanziato a ripartizione) con uno a capitalizzazione reale (finanziato con i “frutti” degli investimenti). Cfr. INPDAP (2006), “*La previdenza complementare dei dipendenti pubblici. Le particolarità e le prospettive dopo il decreto n. 252/2005*”, Edizioni FrancoAngeli; e Consiglio di Vigilanza dell’INPDAP (2003), “*Rapporto sulla previdenza complementare nel pubblico impiego - 2003*”, (http://www.inpdap.gov.it/webnet/sito/comunicazione/pubblicazioni_Riviste/Prevcompl/file/rapportociv.pdf). Cfr. anche (http://www.inpdap.gov.it/webnet/sito/comunicazione/pubblicazioni_Riviste/Inpdapinforma/file/Opuscoli_PREVCOMPLEMENT.pdf).

[2] COVIP (2005), “*Relazione Annuale COVIP per il 2004*” (<http://www.covip.it/RelazioneAnnuale2004.htm>), pagg. 87-90. Si deve ricorrere a ricostruzioni di rendimenti virtuali perché non esistono ancora serie storiche adeguate.

[3] Per omogeneità con le modalità con cui COVIP (calcola il rendimento reale dei fondi (rendimento medio nominale meno il tasso di inflazione medio di periodo), il tasso di crescita del PIL è calcolato come quello medio nominale al netto del tasso di inflazione medio di periodo. Se si partisse direttamente dalla serie storica deflazionata del PIL, i tassi di crescita reali sarebbero inferiori in entrambi i periodi e pari, rispettivamente, al 2,4% e all’1,9%; di conseguenza, l’evidenza che si desidera portare troverebbe anche maggior conferma.

[4] Cfr. CERM – Competitività, Regolazione, Mercati (2005), “*Opting-out previdenziale, smobilizzo del TFR e basi strutturali del pilastro privato*”, Quaderno n. 4-05 (http://www.cermlab.it/_documents/QuadernoCERM4-05.pdf; pagg. 36-38).

[5] Cfr. CERM – Competitività, Regolazione, Mercati (2005), “*Non si sottragga il TFR allo sviluppo del sistema pensionistico multipilastro*”, Nota CERM n. 1-07 (http://www.cermlab.it/_documents/NotaCERM1-07.pdf); cfr. anche “*Incentivazione della previdenza privata e contenimento della tax expenditure*” Nota CERM n. 5-04 (http://www.cermlab.it/_documents/NotaCERM5-04.pdf).

[6] 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.

[7] La natura spuria del TFR rende possibili punti di vista diversi sulla sua classificazione. Nella nostra interpretazione (differentemente che in Jappelli-Pagano), le caratteristiche lo accomunano ai sistemi a capitalizzazione nozionale finanziati a ripartizione:

- l’offerta di capitali è obbligatoria per legge e gli stessi non possono muoversi alla ricerca dell’allocazione migliore;
- 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;
- offerta rigida e basso tasso debitorio non responsabilizzano a sufficienza il datore di lavoro nella massimizzazione dei ritorni reali;
- 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.

Per i dipendenti pubblici non v’è dubbio che il TFR rientri tra i sistemi a capitalizzazione nozionale finanziati a ripartizione.

[8] Solo così si ha garanzia che siano sempre possibili i pagamenti, indipendentemente dai ritorni reali degli investimenti.

[9] Non esiste quella dicotomia macrovantaggi - microvantaggi che alcuni lamentano come il pericolo del multipilastro: i maggiori rendimenti per il singolo sono “l’altra faccia della medaglia” della maggior crescita dell’economia. Inoltre, il *mix* non è a “somma zero”, perché non consiste soltanto in un rimescolamento di voci contabili tra ciò che annualmente è prelevato come contribuzione sociale e ciò che è investito spontaneamente nel fondo pensione. Cambia la dinamica strutturale del sistema economico.

[10] Se è vero (come tanta parte della recente letteratura economica dimostra) che la spesa pubblica per *welfare* può divenire strumento di crescita economica, essa lo diviene sicuramente di più quando non è concentrata sulla voce pensioni a sola tutela del benessere nell’ultima fase della vita degli *insider* al sistema pensionistico pubblico, ma è diversificata a favorire il mantenimento del benessere e dell’integrità psico-fisica di tutti i cittadini in tutte le fasi della vita. Anche da questo punto di vista, la diversificazione multipilastro e il ridimensionamento della spesa pubblica per pensioni mostrano connessioni endogene con la crescita del PIL. Si pensi, per fare un esempio su tutti, allo sviluppo di una moderna ed efficace assicurazione contro la disoccupazione che impedisca la dispersione del capitale umano e ne favorisca il reinserimento.